

## КОНКУРЕНТНАЯ ДЕВАЛЬВАЦИЯ КАК ЭЛЕМЕНТ СОВРЕМЕННОЙ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ

© 2021 К.Г. Буневич, Т.А. Горбачева, А.Н. Бродунов\*\*

Целью данной статьи является анализ действующей в настоящее время в России системы курсообразования, выявление ее основных особенностей. Особое значение динамика валютного курса имеет для таких экономик, как российская, которая относится к числу так называемых экспорто- и ресурсоориентированных. В подобных экономиках валютный курс находится в существенной зависимости от конъюнктуры внешних рынков, поскольку поступление валютной выручки от экспорта является важнейшим фундаментальным фактором предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. С другой стороны, сам валютный курс выступает фактором ценовой внешней конкурентоспособности российского экспорта. Информационной базой данного исследования послужили статистические базы Федеральной службы государственной статистики и Банка России, а также статистические данные группы Международного валютного фонда, Всемирного банка и Организации экономического сотрудничества и развития. В работе использовались критический и сравнительный анализ, системный подход к изучению информации, ретроспективный, статистический и графические методы, на основании которых были исследованы предпосылки и выявлены особенности современной валютной политики и некоторых отдельных ее элементов.

**Ключевые слова:** валютный курс, валютные интервенции, конкурентная девальвация, бюджетное правило, валютная стерилизация, платежный баланс.

### Основные положения:

- ♦ выявлены особенности формирования валютного курса в условиях ресурсоориентированной экономики, в частности экономики России;
- ♦ раскрыты сущность механизма формирования валютного курса российского рубля до 2015 г. и особенности курсообразования в России с момента перехода к плавающему валютному курсу;
- ♦ выявлены современные проблемы и дана оценка среднесрочным перспективам формирования курса российского рубля.

### Введение

С начала 2000-х гг. и до начала 2015 г. динамика валютного курса российского рубля в реальном и номинальном выражении выступала одним из важнейших ориентиров денежно-кредитной политики, курс прямо контролировался Банком России.

С 2015 г., формально – по причине перехода к таргетированию инфляции при проведении денежно-кредитной политики, Банк России отказался от прямого вмешательства в курсо-

образование и от ориентиров по курсу и объявил о переходе к плавающему режиму валютного курса. Интересно, что после начала перехода к рыночному курсообразованию в России с 2013 г. российский рубль не девальвировался только в 2017 г.

Исходя из изложенного представляется, что исследование формирования валютного курса является актуальным и имеет практическую значимость на современном этапе развития российской экономики.

---

\* Буневич Константин Георгиевич, кандидат экономических наук, доцент, зав. кафедрой финансов и кредита. E-mail: kbunovich@muiv.ru; Горбачева Татьяна Александровна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита. E-mail: tgorbacheva@bk.ru; Бродунов Андрей Николаевич, кандидат экономических наук, доцент, зам. зав. кафедрой финансов и кредита. E-mail: abrodunov@muiv.ru. – Московский университет имени С.Ю. Витте.

### Методы

В ходе исследования использованы такие общенаучные методы, как анализ, синтез, сравнение. Для изучения предпосылки и причин современного механизма курсообразования применялся ретроспективный метод. Результаты влияния различных факторов на динамику курса российского рубля представлены с помощью статистического и графического методов анализа.

### Результаты

В настоящее время в российских условиях основными факторами курсообразования до сих пор остаются мировые цены на энергоносители. Производится формирование курса с использованием нерыночных механизмов. Поддержка конкурентоспособности российского экспорта осуществляется с помощью так называемой конкурентной девальвации. Продолжают проводиться валютные интервенции в рамках механизма «бюджетного правила».

### Обсуждение

С начала 1990-х гг. Россия выбрала стратегию экспортоориентированного развития, причем российский экспорт и в 1990-х, и в настоящее время – преимущественно ресурсный.

Доля углеводородов в стоимостном объеме российского экспорта колеблется в последние годы в диапазоне 60–70%, а доля ресурсов в целом, т.е. нефти, газа и продуктов их переработки, черных, цветных, драгоценных металлов, леса, сельскохозяйственного сырья и других ресурсных групп, составила в 2019 г. 85% стоимостного объема товарного экспорта России<sup>1</sup>.

Зависимость между мировыми ценами на нефть, экспортом и темпами экономического роста в России показывает рис. 1.

На рис. 1 видна достаточно тесная корреляция между динамикой ВВП и экспорта Российской Федерации и изменениями цен на углеводороды на мировых рынках. Все экономические кризисы в новейшей экономической истории России сопровождались резким падением цен на нефть.

За 10-летний период, начиная с 1999 г. до предкризисного периода 2008 г., цена на нефть, отражающая динамику цен на сырьевые ресурсы, выросла с 18 до 99 долл./баррель. Стоимостной объем российского экспорта товаров и услуг за тот же период увеличился в 6,5 раза, по данным Банка России<sup>2</sup>. Рост цен на нефть наблюдался и в 2010–2011, 2013, 2016–2017 гг.

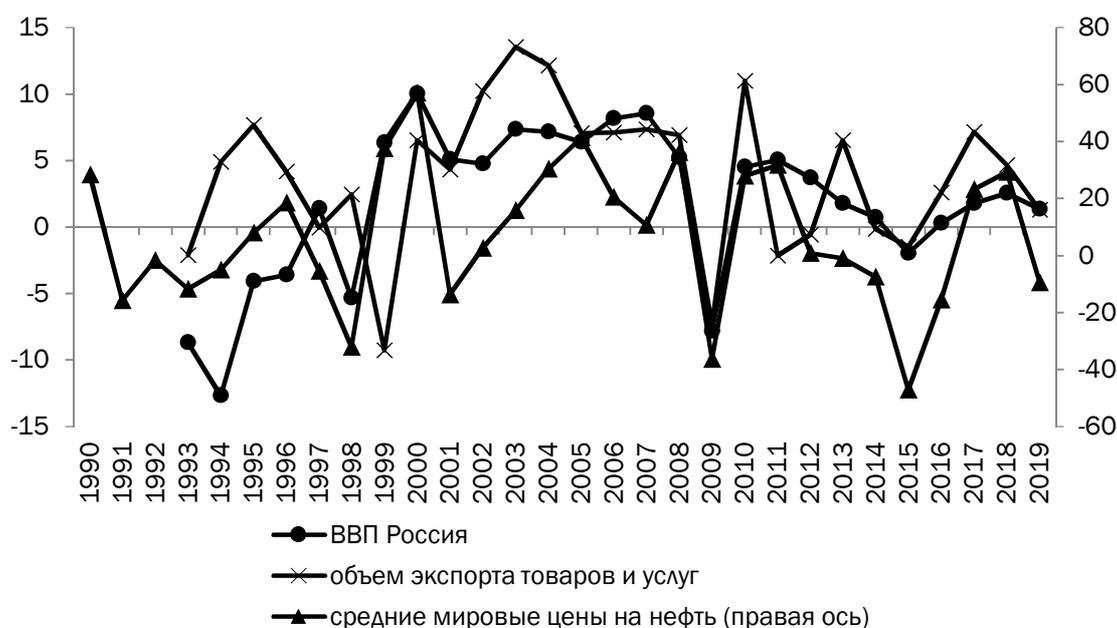


Рис. 1. Цена на нефть, экспорт и ВВП России в постоянных ценах, темпы прироста, %\*

\* Составлено по: IMF WEO Database, October 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October> (дата обращения: 08.01.2021).

Благоприятная макроэкономическая динамика в период до кризиса 2008–2009 гг. способствовала и притоку иностранной валюты из других источников. В частности, существенно рос внешний долг России. В особенности возрастали внешние заимствования банков, которые использовали ресурсы нерезидентов для кредитования внутри страны<sup>3</sup>.

Все это создавало условия для притока иностранной валюты в страну и оказывало повышающее воздействие на валютный курс рубля.

При этом в период до января 2015 г. динамика валютного курса, как это принято в странах с ресурсоориентированной экономикой, находился под контролем национального центрального банка. Это означает, что в основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики Российской Федерации в обязательном порядке присутствовали целевые ориентиры по валютному курсу на среднесрочную перспективу в различных измерениях<sup>4</sup>.

Принимая во внимание стратегию «конкурентной девальвации», Банк России вместе с Правительством Российской Федерации в период благоприятной конъюнктуры внешних рынков энергоносителей (см. рис. 1) осуществлял стерилизацию, т.е. изъятие поступающей в страну экспортной выручки и средств от притока иностранных инвестиций.

Основные механизмы, использовавшиеся для стерилизации, – валютные интервенции Банка России, которые проводились как по его собственной инициативе, так и в рамках «бюджетного правила».

Отметим в данном случае, что и операции на валютном рынке национального центрального банка по его собственной инициативе, и операции, которые он проводил в качестве агента Правительства РФ, в рамках «бюджетного правила» приводили к изменению международных резервов Российской Федерации. Связано это с тем, что средства суверенных фондов в России переводятся в иностранную валюту, включаются в состав международных резервов и управляются Банком России.

Динамика общего объема международных резервов Российской Федерации и входящих в их состав средств суверенных фондов

России (Стабилизационного, Резервного и ФНБ) показана на рис. 2.

В целом, в периоды благоприятной конъюнктуры внешних рынков из экономики России изымались дополнительные поступления валютной выручки от экспорта и пополнялись международные резервы. До 2015 г., когда режим курса рубля стал плавающим, в периоды существенного падения мировых цен на энергоресурсы, например, в 2007–2008 и 2013–2014 гг., действовал и обратный механизм, международные резервы тратились на поддержку валютного курса рубля. Все это просматривается на рис. 2.

О том, что проводилась политика по искусственному ослаблению рубля, свидетельствуют и данные рис. 3, на котором отражена динамика паритета покупательной способности (ППС) и номинального курса рубля к доллару, по данным ОЭСР. ППС, как отмечалось ранее, выступает одним из измерителей равновесного валютного курса.

Как видно на рис. 3, рубль в номинальном выражении был постоянно недооценен относительно доллара США по сравнению с ППС. Причем степень этой недооцененности усиливалась с 2013 г., когда начала формироваться тенденция к снижению внешнего спроса, которая сохраняется до настоящего времени.

После кризисного периода, несмотря на восстановление роста цен на нефть в 2010 и 2011 гг., Банк России начал планомерно переходить от формально-регулируемого валютного курса рубля к формально-плавающему курсу. Слово «формально» употребляется в данном случае потому, что интервенции Банка России, проводимые от своего имени, были заменены с 2017 г. интервенциями от имени Министерства финансов Российской Федерации в рамках «бюджетного правила» с абсолютно тем же эффектом для валютного курса<sup>5</sup>.

В рамках этого перехода, который состоялся фактически с января 2015 г., расширились границы коридора допустимых колебаний курса рубля, установленные Банком России, проводилась подготовка к переходу на таргетирование инфляции при одновременном отказе от использования в качестве ориентира денежно-кредитной политики валютного курса<sup>6</sup>.

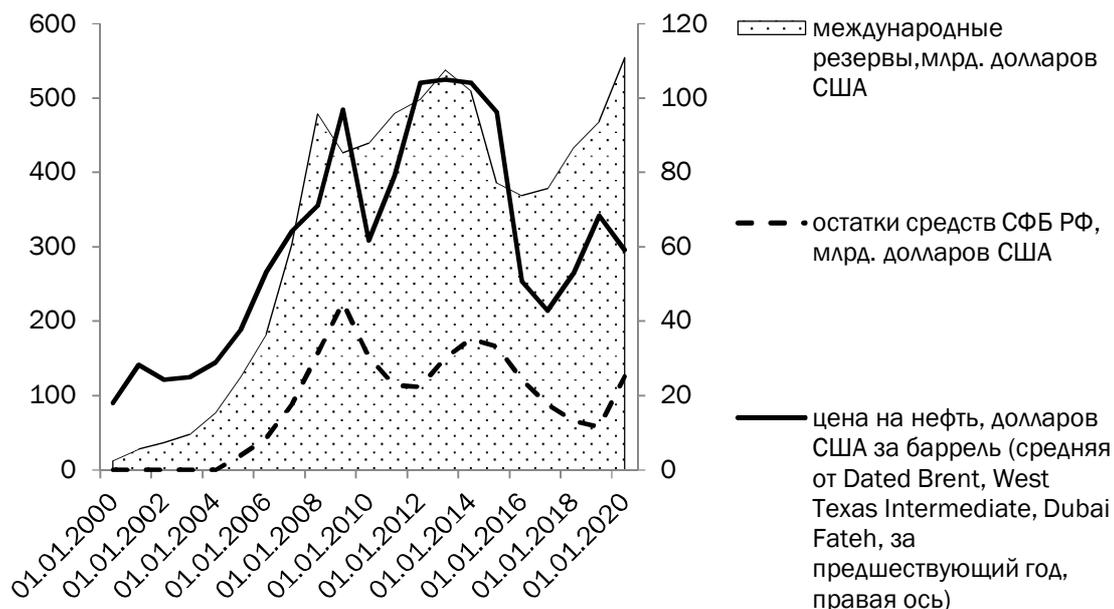


Рис. 2. Международные резервы, средства суверенных фондов России и средняя цена на нефть\*

\* Составлено по: IMF WEO Database, October 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October> (дата обращения: 08.01.2021); Сведения о движении средств Стабилизационного фонда РФ (2004–2007). URL: <https://www.roskazna.ru/finansovyie-operacii/svedeniya-o-dvizhenii-sredstv-po-schetam/stabilizatsionnyy-fond/svedeniya-o-dvizhenii-sredstv-stabilizatsionnogo-fonda-rf-2004-2007/> (дата обращения: 08.01.2021); Данные о движении средств и результатах управления средствами Фонда национального благосостояния. URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fonds/> (дата обращения: 29.12.2020); Данные о движении средств и результатах управления средствами Резервного фонда. URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fonds/> (дата обращения: 29.12.2020); Международные резервы Российской Федерации. URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/#highlight=международные%7](http://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/#highlight=международные%7) (дата обращения: 08.01.2021).

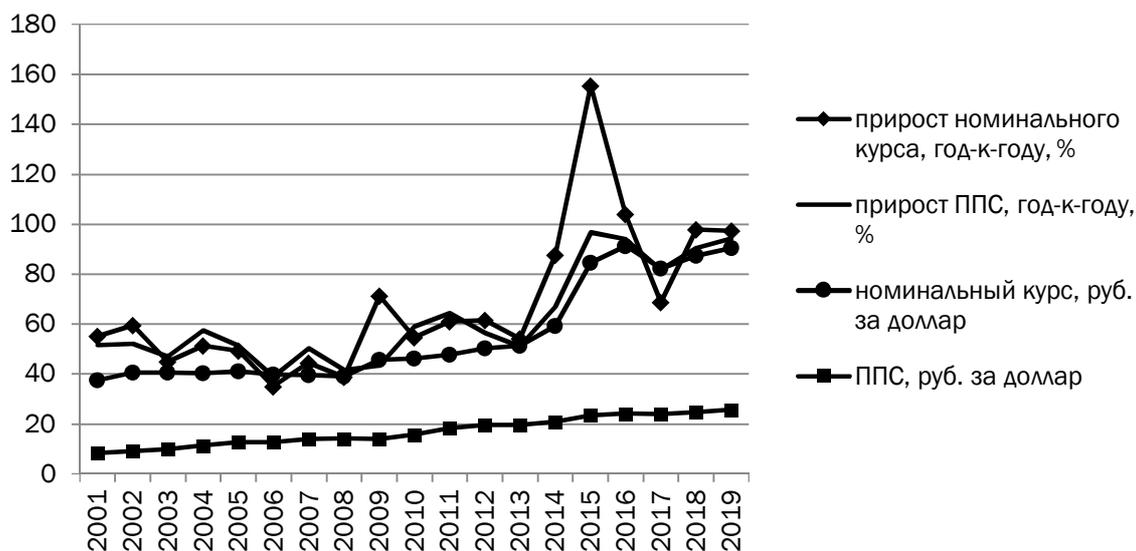


Рис. 3. Паритет покупательной способности российского рубля и номинальный курс рубля к доллару США\*

\* Составлено по: Purchasing power parities (PPP). URL: <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-power-parities-ppp.htm>; Exchange rates. URL: <https://data.oecd.org/conversion/exchange-rates.htm#indicator-chart>; Real Effective Exchange Rates - The BIS methodology. URL: [https://www.bis.org/ifc/events/6ifc-conf/takats\\_pres.pdf](https://www.bis.org/ifc/events/6ifc-conf/takats_pres.pdf) (дата обращения: 28.12.2020).

Период с 2015 г., с точки зрения условий формирования курса рубля, может быть поделен на два отрезка – 2015–2016 гг. и с 2017 г. по настоящее время.

Первый отрезок официально считается кризисным для российской экономики, причем факторы возникновения этого кризиса в официальных документах Центрального банка РФ и Правительства Российской Федерации принято связывать в основном с внешними силами, а именно – с введением экономических санкций с 2013 г. и падением цен на нефть. С этими же причинами по официальной версии связывается и масштабная девальвация рубля 2014–2015 гг.

При этом есть мнение, что основной причиной девальвации 2014–2015 гг. послужили валютные спекуляции на фоне самоустранения Банка России от контроля за курсообразованием с применением мер валютного регулирования и контроля<sup>7</sup>. В официальных источниках валютные спекуляции в качестве причин девальвации конца 2014 – начала 2015 г. упоминаются также, однако не как основной фактор. Так, в интервью Председателя Банка России журналу *Forbes* в начале 2015 г. отмечалось, что в конце 2014 г. «...курс находился под сильным давлением из-за снижения цены на нефть. Было также спекулятивное давление...»<sup>8</sup>.

Так или иначе, произошла масштабная девальвация рубля, а в целом, с начала 2013 г. по настоящее время рубль не девальвировался только в 2017 г.

После 2015 г. на курс рубля, с одной стороны, оказывали влияние факторы, которые можно отнести к фундаментальным – состояние платежного баланса и динамика цен на нефть.

Сальдо платежного баланса оставалось положительным, так же, как до 2015 г. с начала 2000-х гг.

Падение цен на нефть, которое началось в 2013 г., в целом продолжалось, нефть упала с уровня около 100 долл./баррель в 2011–2014 гг. до уровня в пределах диапазона в основном 50–70 долл./баррель, но это соответствует уровню «благополучных» предкризисных 2005–2006 гг., а в 2000–2004 гг. цены на нефть были еще ниже.

Все это должно было оказывать если не повышающее, то, во всяком случае, стабилизирующее воздействие на курс рубля. Однако валютный курс рубля снижался, за исключением 2017 г.

Причин этому несколько. Прежде всего, ослабление рубля выгодно сырьевым монополиям в России, получающим дополнительные доходы в рублях от продажи валютной выручки<sup>9</sup>. Цены на сырьевые товары в последние годы имели тенденцию к снижению – в силу замедления мировой экономики. Ситуация с пандемией лишь усугубила эту ситуацию.

По данной причине, как отмечалось ранее, девальвация рубля – инструмент поддержки ценовой конкурентоспособности российского сырьевого экспорта на мировом рынке.

Этот момент важен и по той причине, что только так называемые «нефтегазовые доходы» формируют 40–50% федерального и 17–28% консолидированного бюджетов Российской Федерации, в целом же ситуация в бюджетной сфере весьма зависима от ресурсного экспорта<sup>10</sup>.

Кроме того, снижение курса рубля позволяет Министерству финансов получать больше рублей на выполнение бюджетных обязательств за счет продажи части бюджетных резервов иностранной валюты, в частности – средств Фонда национального благосостояния.

С начала 2017 г. Центральный банк РФ осуществляет постоянные покупки иностранной валюты для Министерства финансов в рамках «бюджетного правила», что оказывает понижающее воздействие на курс рубля. Отметим, что такого рода покупки являются ничем иным, как интервенциями на валютном рынке, поэтому считать курс рубля плавающим можно весьма условно.

Еще один фактор, оказывающий значительное влияние на курс рубля в последние годы, – приток и отток средств нерезидентов на рынок государственных ценных бумаг России и долгового внутреннего рынка в целом.

Процентная политика Банка России, удерживающая процентные ставки денежного рынка на крайне высоком в реальном выражении уровне, одновременно повышает бескупонную доходность ОФЗ. Эта доходность, в

свою очередь, – ориентир для долговых ценных бумаг корпоративных эмитентов.

Несмотря на снижение по сравнению с уровнем 2015 г., доходность инструментов долгового рынка России достаточно высока, в особенности по сравнению с около-нулевой доходностью долговых инструментов на рынках развитых стран.

Это по-прежнему привлекает иностранный спекулятивный капитал на российский рынок, в частности, в рамках операций «carry trade»<sup>11</sup>. Например, доля нерезидентов на рынке государственных облигаций, ОФЗ колебалась с начала 2015 г. в диапазоне от 18% до 35%<sup>12</sup>. На «спот», т.е. срочном сегменте валютного рынка, Московской биржи доля нерезидентов в 2019 г. в объеме торгов составляла около 40%<sup>13</sup>.

Приток краткосрочного спекулятивного капитала, с одной стороны, способствует поддержке курса рубля. Именно этот фактор, вероятно, был определяющим в укреплении рубля в 2017 г. – в единственном году с 2013 г., когда рубль не девальвировался.

Однако, с другой стороны, поддержка эта весьма относительна, нерезиденты в любой момент могут вывести свои средства из российской экономики, благодаря либеральному законодательству о валютном регулировании. К примеру, по причине очередного ужесточения санкций со стороны США и стран Европы с запретом на покупку российских долговых ценных бумаг. Это может оказать существенное понижающее воздействие на курс рубля.

Еще один фактор – динамика совокупного внешнего долга России, т.е. внешнего долга органов госуправления и частного сектора. Совокупный внешний долг России снижался с 2013 г. В частности, банки, которые до введения санкций активно заимствовали на внешних финансовых рынках, используя привлеченные средства для внутреннего кредитования в России, в основном погашают свои обязательства перед нерезидентами. С 2017 г. этому способствует ситуация «профицита ликвидности», образовавшаяся по причине фактического отсутствия кредитования корпоративного сектора российской экономики.

Снижение внешнего долга означает погашение на чистой основе задолженности перед

нерезидентами, для чего требуется дополнительная иностранная валюта. Если раньше, до введения экономических санкций, российские организации могли рефинансировать задолженность на внешних рынках, то теперь такая возможность значительно ограничена, им приходится покупать иностранную валюту на внутреннем рынке, что, в свою очередь, способствует понижению курса рубля.

### **Заключение**

Подводя итоги, можно сделать выводы, что с точки зрения основных факторов, оказывающих влияние на валютный рынок, экономика России обладает особенностью, связанной с тем, что ее развитие в значительной мере зависит от экспорта углеводородов. Поэтому, с одной стороны, конъюнктура мировых рынков энергоносителей в значительной степени определяет предложение иностранной валюты на отечественном рынке. С другой стороны, в России в течение всего рассматриваемого периода Банк России предпринимал меры по предотвращению укрепления реального курса рубля, о чем, в частности, свидетельствует существенная недооцененность российского рубля по сравнению с паритетом покупательной способности. Кроме того, с 2013 г. и до настоящего времени снижения курса российского рубля не происходило лишь в 2017 г.

Это объясняется, во-первых, поддержкой внешней ценовой конкурентоспособности российского экспорта – так называемая «конкурентная девальвация» национальной валюты, а также преимуществами девальвации с точки зрения финансирования государственных расходов. Во-вторых, такая политика позволяла формировать суверенные фонды и наращивать международные резервы Российской Федерации.

До 2015 г. в периоды существенного падения курса рубля Банк России проводил интервенции в его поддержку. В настоящее же время эти интервенции проводятся лишь для покупки иностранной валюты от имени Министерства финансов Российской Федерации в рамках механизма «бюджетного правила».

В целом, основными факторами курсообразования последних лет в России выступали: цена на нефть и состояние платежного ба-

ланса, операции органов денежно-кредитного регулирования на валютном рынке. Кроме того, на курс рубля влиял приток и отток краткосрочного иностранного капитала на внутренний финансовый рынок России, а также происходящее с момента введения экономических санкций сокращение совокупного внешнего долга Российской Федерации.

<sup>1</sup> Россия в цифрах / Росстат. URL: <https://www.gks.ru/folder/210/document/12993> (дата обращения: 08.01.2021).

<sup>2</sup> Гаврилова Э.Н., Буневич К.Г. Анализ динамики валютного курса в Российской Федерации // Актуальные вопросы современной экономики. 2020. № 9. С. 234–242.

<sup>3</sup> Глазьев С.Ю. Доклад о глубинных причинах нарастающего хаоса и мерах по преодолению экономического кризиса. URL: [http://www.fa.ru/Documents/Glaziev\\_Chaos.pdf](http://www.fa.ru/Documents/Glaziev_Chaos.pdf) (дата обращения: 08.01.2020).

<sup>4</sup> Гаврилова Э.Н., Буневич К.Г. Анализ динамики валютного курса ...

<sup>5</sup> Скурихин А.С. Аспекты взаимодействия финансовой и денежно-кредитной политики России // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. 2019. № 3. С. 92–102.

<sup>6</sup> Гаврилова Э.Н., Буневич К.Г. Анализ динамики валютного курса ...

<sup>7</sup> Глазьев С.Ю. Доклад о глубинных причинах нарастающего хаоса ...

<sup>8</sup> Интервью Председателя Банка России Э.С. Набиулиной журналу Forbes 3 февраля 2015 года. URL: <http://old.cbr.ru/press/event/?id=5116> (дата обращения: 08.01.2021)

<sup>9</sup> Гаврилова Э.Н., Буневич К.Г. Факторы формирования валютного курса российского рубля // Актуальные вопросы современной экономики. 2020. № 9. С. 230–233.

<sup>10</sup> Финансово-экономические показатели Российской Федерации. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/statistics/> (дата обращения: 06.01.2021).

<sup>11</sup> Валютный риск от “Carry trade” может стать значительной угрозой для экономического роста в России: специальный обзор / Аналитический центр при Правительстве России, май 2017. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/13039.pdf> (дата обращения: 09.01.2021).

<sup>12</sup> См.: Статистика внешнего сектора. Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков облигаций федерального займа. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs](http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs); Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых). URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/zcys\\_params/](http://www.cbr.ru/hd_base/zcys_params/) (дата обращения: 05.01.2021).

<sup>13</sup> Moscow Exchange Foreign Market. MOEX, 2019. URL: <https://www.moex.com/s756> (дата обращения: 08.01.2021).

Поступила в редакцию 31.01.2021 г.

## COMPETITIVE DEVALUATION AS AN ELEMENT OF RUSSIA'S MODERN MONETARY POLICY

© 2021 K.G. Bunevich, T.A. Gorbacheva, A.N. Brodunov\*

The purpose of this article is to analyze the current system of exchange rate formation in Russia, to identify its main features. The dynamics of the exchange rate is of particular importance for Russian economy, which is among the so-called export-and resource-oriented. In such economies, the exchange rate is significantly dependent on the conditions of foreign markets, since the receipt of foreign exchange earnings from exports is the most important fundamental factor in the supply of foreign currency on the domestic market. On the other hand, the exchange rate itself is a factor in the external price competitiveness of Russian exports. The statistical databases of the Federal State Statistics Service and the Bank of Russia, as well as the statistical data of the International Monetary Fund group, the World Bank and the Organization for Economic Cooperation and Development, served as the information base for this study. The paper used critical and comparative analysis, a systematic approach to the study of information, retrospective, statistical and graphical methods, on the basis of which the prerequisites were investigated and the features of the current monetary policy and some of its individual elements were identified.

**Keywords:** exchange rate, currency interventions, competitive devaluation, budget rule, currency sterilization, balance of payments.

**Highlights:**

- ◆ the features of the formation of the exchange rate in the conditions of a resource-oriented economy, in particular the Russian economy, are revealed;
- ◆ the essence of the mechanism of the exchange rate formation of the Russian ruble until 2015 is revealed and the peculiarities of exchange rate formation in Russia since the transition to a floating exchange rate;
- ◆ The current problems are identified and the mid-term prospects for the formation of the Russian ruble exchange rate are evaluated.

*Received for publication on 31.01.2021*

---

\* Konstantin G. Bunevich, Candidate of Economics, Associate Professor, Head of the Department of Finance and Credit. E-mail: kbunevich@muiv.ru; Tatyana A. Gorbacheva, Candidate of Economics, Associate Professor of the Department of Finance and Credit. E-mail: t-gorbacheva@bk.ru; Andrey N. Brodunov, Candidate of Economics, Associate Professor, Deputy Head of the Department of Finance and Credit. E-mail: abrodunov@muiv.ru. – Witte Moscow State University.