

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ БАНКОВСКИЙ ЖУРНАЛ

### Автор

Ольга Луазо-Асланиди,  
 russia@moody's.com

### Связаться с нами

Ольга Луазо-Асланиди,

Эвелен Ферейра,  
 Старший специалист по  
 Маркетингу – Россия

russia@moody's.com

Также, Вы можете связаться с нашей  
 службой поддержки:

Америка	+1.212.553.1653
Европа	+44.20.7772.5454
Азиатско-Тихоокеанский регион	+85.2.2916.1121
Япония	+81.3.5408.4100

## Россия движется в сторону свободного плавания рубля

- » Россия приближается к свободно плавающему курсу рубля.
- » Центральный банк все реже вмешивается в работу валютного рынка.
- » Повышение курса рубля и резервный фонд используются в качестве инструментов борьбы с инфляцией.

Центральный банк России несколько раз в этом году расширял валютный коридор для рубля, тем самым снижая уровень необходимости своего вмешательства в работу валютного рынка. Ослабление контроля знаменует прогресс на пути к рыночным механизмам управления рублем. Также оно помогает бороться с растущей инфляцией, которая так огорчает население и нервирует правительство, особенно в преддверии грядущих выборов.

### Расширенный валютный коридор

Центральный банк вмешивается в работу внутреннего валютно-обменного рынка для снижения волатильности рубля. ЦБ РФ удерживает волатильность рубля по отношению к бивалютной корзине, на 55% состоящей из долларов США и на 45% из Евро, в пределах заранее определенного валютного коридора. Банк покупает иностранную валюту, когда рубль находится у нижней границы валютного коридора, и продает ее, когда рубль слабеет. Вмешательство имеет два вида: целевые интервенции и кумулятивные. Для целевых интервенций определяется дневной лимит на базе прогнозов властей по макроэкономическим факторам, таким как сальдо бюджета и мировые цены на энергоносители. Любая интервенция на верхней границе запланированного дневного лимита считается кумулятивной интервенцией и проводится в тех случаях, когда происходит изменение неосновных факторов.

Центральный банк «выкачал» больше трети валютных резервов страны для предотвращения падения рубля против доллара, после того как стоимость сырой нефти марки Urals упала на 63% во втором полугодии 2009г. Власти обеспокоены ограничением роста курсов рубля на фоне повышенных цен на нефть: российские экспортеры опасаются, что более сильный рубль ударит по их конкурентоспособности. Российский и китайский центральные банки недавно подписали соглашение, разрешающее осуществлять двустороннюю торговлю в национальных валютах для уменьшения зависимости от доллара и снижения рисков, связанных с изменчивостью валютных курсов. Китай уже стал крупнейшим торговым партнером России: в прошлом году объем двусторонней торговли подскочил на 50% до 59 млрд. долларов США. Ожидается, что данный объем достигнет 100 млрд. долларов к 2015г.

ПОДПИСИ К РИСУНКУ, СВЕРХУ ВНИЗ:  
 ВМЕШАТЕЛЬСТВО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА СОКРАТИЛОСЬ  
 Покупки долларов США минус продажи, в млн. долларов США



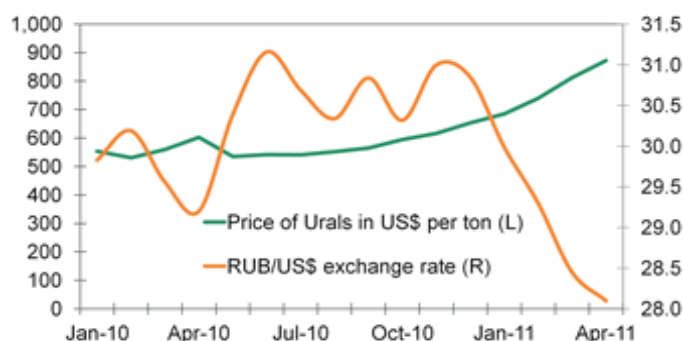
На графике, сверху вниз: Итого; Целевое значение

Под графиком, слева направо: март 2010 г.; май 2010 г.; июль 2010 г.; сентябрь 2010 г.; ноябрь 2010 г.; январь 2011 г.; март 2011 г.; май 2011 г.

Источник: Moody's Analytics

Центральный банк, который покупал и продавал иностранную валюту для сдерживания волатильности с 1998 г., постепенно меняет торговый коридор рубля для того, чтобы сделать обменный курс более гибким, стремясь добиться целевого уровня инфляции. ЦБ расширил валютный коридор для рубля четырежды с начала марта, обеспечивая простор для повышения волатильности. В результате рубль демонстрирует наибольшие колебания по мере движения в сторону долгосрочной цели банка, скорее заключающейся в таргетировании инфляции, нежели в контроле обменного курса. Представители власти говорят, что возможно еще одно расширение коридора позднее в этом году. Согласно плану, как только общий объем ежедневных интервенций достигнет 600 млн. долларов, банк расширит коридор колебаний на дополнительные 5 копеек. Объем валютных интервенций банка также был сокращен.

ПОДПИСИ К РИСУНКУ, СВЕРХУ ВНИЗ  
 Рубль сохраняет зависимость от цен на нефть



На графике, сверху вниз: Цена за тонну сырой нефти марки Urals (C<sup>1</sup>); Обменный курс Руб./дол. США (P<sup>2</sup>)

Под графиком, слева направо: январь 2010 г., апрель 2010 г., июль 2010 г., октябрь 2010 г., январь 2011 г., апрель 2011 г.

Источник: Moody's Analytics

В последний раз Россия расширила валютный коридор до диапазона от 32,25 до 37,25 рублей по отношению к бивалютной корзине в июне. Банк купил \$15,8 млрд долларов США и 2,3 млрд Евро за первые пять месяцев года для остановки резкого роста курсов, вызванного повышением

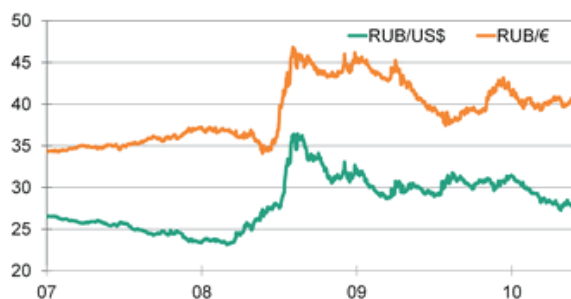
1 Снижение (здесь и далее)

2 Рост (здесь и далее)

цен на нефть, в ходе которого рубль вырос на 8% по отношению к доллару. Хотя регулятор и увеличил свое присутствие на валютном рынке в мае по мере укрепления рубля, который достиг середины валютного коридора, уровень интервенций был приблизительно на 20% ниже, чем ранее проводимые банком интервенции при том же обменном курсе. Такая политика согласуется с решением банка ослабить контроль над рублем. По данным ЦБ, июньский уровень интервенций был ниже майского. Банк приобрел около 1,5 млрд долларов США за первые 24 дня июня для предотвращения слишком быстрого повышения курса рубля. Для сравнения: в мае приобретения составили почти 4 млрд долларов США.

ПОДПИСИ К РИСУНКУ, СВЕРХУ ВНИЗ

Центральный банк допускает большую волатильность рубля



Обменные курсы

На графике, слева направо: Руб./\$ США; Руб./€

Источник: Moody's Analytics

Российские представители власти четко дали понять, что борьба с инфляцией – более приоритетная задача, чем поддержание стабильности обменных курсов. Более широкий валютный коридор и меньший уровень интервенций, допускающие более быстрый рост курса рубля, помогают Центральному банку в борьбе с нарастающей инфляцией. Ежегодная инфляция, превышающая 9%, остается одной из самых острых проблем в преддверии парламентских выборов в декабре 2011г. и президентских выборов в марте 2012г. Валютные интервенции ЦБ для ограничения быстрого роста обменных курсов и защиты российских экспортеров являются исторически сложившейся практикой. Однако сейчас более сильный рубль рассматривается как способ сдерживания инфляции накануне выборов. Если учесть, что рубль несколько недооценен по отношению к основным среднесрочным инструментам, допущение быстрого роста курсов является приемлемым. Тем не менее, быстрое повышение курса рубля замедляется, поскольку импорт продолжает расти и наблюдается дальнейший отток капитала.

Продолжающееся расширение валютного коридора для рубля, а также проведение менее масштабных и более редких валютных интервенций открывают перед валютной политикой больше пространства для фокусирования на инфляции. Также эти меры смягчат шок в случае возобновления притока спекулятивного капитала на фоне повышенных цен на нефть. Россия управляет движением капитала через резервные требования, зависящие от места регистрации предприятий. Резервные требования для кредитных организаций повышались в этом году три месяца подряд для сокращения объема ликвидности. Повышенная гибкость обменных курсов позволит осуществлять более эффективное управление движением капитала.

Власти планировали отпустить курс рубля в свободное плавание в 2011 году. Но поскольку экономика не была подготовлена к беспрепятственной торговле валютой, эти планы были отложены на более поздний срок. Официальных целей по свободному колебанию курса рубля установлено не было. ЦБ РФ следует предпринять ускоренные шаги, чтобы обеспечить свободное

обращение рубля. Это, в свою очередь, позволит более оперативно проводить корректировочные мероприятия. Возможность дальнейшего расширения валютного коридора в конце 2011г. или в 2012г. может служить сигналом того, что банк все больше желает переключиться на ставки как на основной инструмент валютной политики. Однако сроки такого перехода в значительной степени зависят от внешнеэкономической среды, особенно от цен на энергоносители.

### Переустройство резервного фонда

В июне Центральный банк стал перенаправлять свободно конвертируемую валюту из целевых интервенций в нефтедолларовый фонд России. Ранее доход от таких интервенций переводился в золотовалютные резервы ЦБ РФ. Переводы в фонд были заморожены до 2014г., но повышенные цены на нефть позволяют России начать переустройство резервного фонда в этом году. Резервный фонд, защитная подушка на случай падения цен на нефть, послужит еще одним инструментом контроля инфляции. Он сможет компенсировать влияние интервенций на денежную базу. Правда, стратегия будет работать только до тех пор, пока не упадут цены на нефть.

Фонд, накопленный почти за десять лет экономического роста, стимулируемого добычей нефти, был использован для поддержания бюджета в 2009 году, когда в стране наблюдалась крупнейшая за 15 лет рецессия. Власти в последний раз использовали средства из фонда в апреле прошлого года. Фонд не получил доходов от нефтегазовых прибылей в первом квартале текущего года. Также фонд не был использован для балансирования федерального бюджета: за счет повышения мировых цен на нефть государственный бюджет стал профицитным.

ПОДПИСИ К РИСУНКУ, СВЕРХУ ВНИЗ:

Резервный фонд, использованный для балансирования бюджета

Млрд. руб.



Под графиком, слева направо: Февраль 2008г.; март 2009г.; апрель 2010г.; июнь 2011г.

Источник: Moody's Analytics

Резервный фонд является основным источником финансирования дефицита федерального бюджета без использования займов и увеличения государственного долга. Вопрос об источниках финансирования бюджетного дефицита опять станет актуальным позднее в этом году, когда в бюджете вновь появится дефицит ввиду роста государственных расходов. В первом квартале бюджетный дефицит без учета нефти — разница между федеральными доходами и расходами за вычетом нефтяных прибылей — останется высоким, на уровне 8,8% от ВВП. При этом российские власти не планируют смелых финансовых корректировок в ближайшие годы.

© 2011 Moody's Analytics, Inc. and/or its licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved. ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The ratings, financial reporting analysis, projections, and other observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding, or selling.