

---

# Макроэкономика

## ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА РОССИИ В СОВРЕМЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ

А. М. ГРЕБЕНКИНА  
А. К. ЛЯМЕНКОВ

Валютная политика в России существенно менялась в течение последних десятилетий, что проявлялось, в том числе, в объеме использования тех или иных инструментов политики в зависимости от режима валютного курса. Результаты количественного анализа показывают, что в период действия режима инфляционного таргетирования в сравнении с более ранним периодом наблюдались улучшение отклика курса рубля на ключевую ставку процента и снижение зависимости курса рубля от мирового товарного рынка. Однако макроэкономический шок конца февраля 2022 г. оказал существенное влияние как на валютную политику, так и на чувствительность валютного курса к его факторам.

В условиях несбалансированного влияния статей платежного баланса на курс рубля, действия внешних и внутренних ограничений трансграничного движения капитала, приостановки работы привычных инструментов валютной политики курс рубля стал менее интерпретируемым показателем. Тем не менее авторы полагают, что значение курса рубля как важного параметра монетарной политики сохранится на прежнем высоком уровне по мере преодоления острой фазы экономического кризиса.

Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС при Президенте Российской Федерации.

**Ключевые слова:** факторы валютного курса, денежно-кредитная политика, экономический кризис.

**JEL:** E58, F31, F32, G01.

В течение последних 30 лет в России был накоплен богатый и разнообразный опыт проведения политики валютного курса. В период 1992–2022 гг. прослеживалась либерализация режима валютного курса: от неконвертируемости национальной денежной единицы с 1992 г., узкого валютного коридора и фиксированного валютного курса в 1995–1998 гг., управления курсом в 1999–2008 гг., управления в границах все расширяющегося операционного интервала в 2009–2014 гг. и до плавающего курса начиная с 2015 г.

Ретроспективный анализ объема использования инструментов валютной политики в 1992–2022 гг. дает количественное подтверждение поэтапной либерализации режима валютного курса. (См. табл. 1.) Она выражалась в отказе от валютных интервенций (с 2015 г.), операционного интервала (с 2014 г.), аукцио-

нов РЕПО в иностранной валюте (с 2017 г.), минимизации операций валютного свопа Банка России (с 2016 г.), а также в выраженной приоритизации цели по инфляции в рамках монетарной политики. Пик этой либерализации пришелся примерно на 2017 г. Далее происходило постепенное наращивание объемов воздействия на динамику валютного курса посредством действия бюджетного правила; впервые с 2003 г. дифференциал норматива обязательных банковских резервов в иностранной и национальной валюте увеличился более чем на 2 п.п.; началось постепенное снижение финансовой открытости (увеличение числа направлений контроля трансграничного движения капитала, согласно данным индекса Chinn-Ito).

Подходы к выбору режима валютного курса менялись на протяжении современной ис-

---

Гребенкина Алина Михайловна, научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: grebenkina-at@gaпepa.ru; Ляменков Андрей Константинович, доцент кафедры мировой экономики экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова, канд. экон. наук (Москва), e-mail: liamenkov@yandex.ru

**Таблица 1**  
**Инструменты валютной политики в России в 1992–2022 гг. при различных режимах валютного курса**

Год	Нетто-валютные интервенции, млрд долл.	Интервал изменения курса, руб.	Валютный своп, млрд долл.	Валютное РЕПО, млрд долл.	Нетто-покупка («+») валюты по бюджетному правилу, млрд долл.	Цель по инфляции, %	RR(f) – RR(d), п.п.	Норматив продажи валютной выручки, в %	Индекс Chinn-Ito (Россия)
<b>Режим «единого плавающего» валютного курса</b>									
1992	-1,06							40-50	
1993	-1,2							50	
1994	-3,7							50	
<b>Режим валютного коридора и фиксированного валютного курса</b>									
1995	9,3*	4,3-4,9						-8,5-0	50
1996	-1,4*	4,9-5,5						-9,5-5	50 0,42
1997	-7,3*	5,62-6,22						-3,5-0,5	50 0,42
1998	-15,2	5,25-7,15						0-5	50 0,25
<b>Режим управляемого валютного курса</b>									
1999	6,45							0-3	75 0
2000	19,4							3	75 0,25
2001	13,8*							3	50-75 0
2002	8,1*		1					3	50 0,42
2003	44,2		1,9			10-12	3	25-50	0,42
2004	63,2		5,5			8-10	0-3	10-25	0,42
2005	80,6		0,54			7,5-8,5	0	10	0,42
2006	117,6		1,4			7-8,5	0-0,5	0-10	0,42
2007	172,7		7,6			6,5-8	0,5	0	0,42
2008	-143,3		63,8			6-7	0-0,5		0,42
<b>Режим валютного курса, управляемого в границах операционного интервала</b>									
2009	20,1	36,3-39,9	54,7			5-6,8	0		0,48
2010	31,7	33,5-37,4	0			9-10	0		0,54
2011	8,7	32,5-37,4	0			5-7	0		0,60
2012	7	31,9-38,4	57,7			4-5	0		0,66
2013	-24,3	32,2-39,8	326,5			5-6	0		0,72
2014	-76,1	39,7-47,1	336	22,2		5	0		0,72
<b>Режим плавающего валютного курса</b>									
2015	7,8		75,9	134,3		4	0		0,72
2016			2	143,4		4	0-1		0,66
2017			24,5	28,6	14,2	4	1		0,60
2018			19,3		66,4	4	1-2		0,54
2019			11,8		45,4	4	22,25		0,48
2020			2,14		-2,6	4	2,25		0,42
2021			1,2		42,2	4	2,25		н/д
2022**			0,8		14,3	4	2,25		н/д
2022						4	0-2	0-80	н/д

\* – Расчетное значение на основании данных годовых отчетов Банка России.

\*\* – До марта 2022 г.

Примечания.

1. Нетто-валютные интервенции: «+» – покупка, «-» – продажа иностранной валюты.

2. RR(f) – норматив обязательного резервирования в иностранной валюте, RR(d) – норматив обязательного резервирования в национальной валюте.

3. Индекс Chinn-Ito использован как переменная - индикатор количества направлений контроля трансграничного движения капитала.

Источник: составлено авторами по данным Банка России, Минфина России и индекса Chinn-Ito.

тории, однако валютный курс всегда оставался важным макроэкономическим показателем для России как страны – крупного экспортера, вовлеченной в международную торговлю и мировые финансовые рынки и формирующей значительную долю доходов бюджета по результатам внешнеэкономической деятельности.

К началу 2022 г. был накоплен достаточный объем статистических данных, позволяющих оценить, как поменялась чувствительность курса рубля к факторам внешнего мира и национальной денежно-кредитной политики в период инфляционного таргетирования. С этой целью авторами оценена SVAR-модель вида

$$B_0 X_t = B_1 X_{t-1} + \dots + B_p X_{t-p} + u_t; \quad \varepsilon_t = B_0^{-1} u_t, \quad (1)$$

где  $X_t$  – вектор макроэкономических переменных;  $B$  – матрица коэффициентов модели;  $\varepsilon_t$  –

вектор инноваций;  $u_t$  – вектор структурных шоков;  $p$  – количество лагов модели.

Структурная векторная авторегрессия построена на месячных данных для двух периодов действия различных режимов денежно-кредитной политики в России, а именно режима управляемого курса в границах операционного интервала и режима инфляционного таргетирования. Исследованием охвачен период с января 2009 г. по ноябрь 2014 г. и с февраля 2015 г. по декабрь 2021 г.

Исследуемые переменные включены в модель в первых разностях, используемые временные ряды являются стационарными, согласно тесту Дики-Фуллера на наличие единичного корня. Порядок лага моделей выбирался на основании результатов стандартных информационных критериев. Для показателя инфляции проведено исключение сезонности (использован фильтр X-11). Описание переменных модели представлено в табл. 2. Построен

**Таблица 2**  
**Пояснение к данным, используемым для анализа**

Переменная	Пояснение и источник данных	Ожидаемый отклик
<i>NEER</i>	Индекс номинального эффективного валютного курса, пункты. Данные МВФ (IMF international financial statistics, exchange rates. URL: <a href="https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862">https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862</a> )	Основная исследуемая переменная
<i>Brent</i>	Мировая цена на нефть марки Brent, долл./барр. Переменная интерпретируется как фактор валютного курса со стороны мирового товарного рынка. Данные NASDAQ (URL: <a href="https://www.nasdaq.com/market-activity/commodities/bz:nmx/historical">https://www.nasdaq.com/market-activity/commodities/bz:nmx/historical</a> )	+
<i>CDS</i>	Спред доходностей пятилетнего кредитного дефолтного свопа (CDS) для России, пункты. Переменная интерпретируется как фактор валютного курса со стороны мирового финансового рынка. Данные терминала Bloomberg (URL: <a href="https://www.bloomberg.com/professional/">https://www.bloomberg.com/professional/</a> )	-
<i>MIACR</i>	Среднемесячная фактическая ставка по кредитам в рублях (MIACR), в %. Переменная интерпретируется как фактор валютного курса со стороны национальной денежно-кредитной политики. Данные Банка России (URL: <a href="https://www.cbr.ru/hd_base/mkr/mkr_monthes/">https://www.cbr.ru/hd_base/mkr/mkr_monthes/</a> )	+
<i>Int</i>	Объем интервенций Банка России по покупке («+», <i>Int_pok</i> ) или продаже («-», <i>Int_prod</i> ) иностранной валюты, млрд долл. Данные Банка России (URL: <a href="https://cbr.ru/archive/db/valint/">https://cbr.ru/archive/db/valint/</a> )	«-» (покупка), «+» (продажа)
<i>Purch</i>	Объем покупки («+», <i>Purch_pok</i> ) или продажи («-», <i>Purch_prod</i> ) иностранной валюты Министерством финансов в рамках бюджетного правила, млрд долл. Данные Минфина России (URL: <a href="https://bit.ly/2K9K1k1">https://bit.ly/2K9K1k1</a> )	«-» (покупка), «+» (продажа)
<i>CPI</i>	Индекс потребительских цен, пункты. Данные МВФ (Prices) (URL: <a href="https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545849">https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545849</a> )	-

Источник: составлено авторами.

ние функций импульсного отклика модели (1) осуществлено на основе упорядочивания переменных по скорости реакции на шоки (идентификация по Холецкому) в порядке от наименее эндогенных переменных к наиболее эндогенным.

Модель (1) построена для выявления откликов номинального эффективного курса рубля на выбранные факторы в период до и после перехода к режиму инфляционного таргетирования, а также выявления обратного отклика индекса потребительских цен на курс рубля.

Результаты оценивания свидетельствуют о некоторых изменениях чувствительности курса рубля к выбранным факторам в период инфляционного таргетирования. (См. табл. 3.):

1. При режиме инфляционного таргетирования наблюдается снижение продолжительности, а также величины отклика курса рубля на шок изменения мировой цены на нефть марки Brent. Это выступает аргументом в пользу снижения зависимости курса рубля от динамики цен на нефть, ожидаемого на фоне действия механизма бюджетного правила в редакции 2017 г. в этот период.

2. Наблюдается сохранение прежнего отклика курса рубля на показатель *CDS* для России: снижение индекса *NEER* на 0,7 п. при росте показателя *CDS* на 1 п. при обоих рассмотренных режимах денежно-кредитной политики. Иными словами, при режиме инфляционного таргетирования для курса рубля остаются актуальными индивидуальные для России шоки, в частности риски геополитической напряженности, «улавливаемые» показателем *CDS*.

3. Результаты расчета выявляют появление отклика курса рубля к изменению ставки процента межбанковского кредитного рынка, обусловленному динамикой ключевой ставки Центрального банка, после перехода к режиму инфляционного таргетирования. Если при режиме управляемого курса в границах операционного интервала значимое влияние ставки процента на курс рубля не выявлено, то при

режиме инфляционного таргетирования обнаруживается рост индекса *NEER* на 0,4 п. при росте ставки процента на 1 п. Полученный результат интерпретируется как улучшение качества трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и сигнала Центрального банка курса рубля.

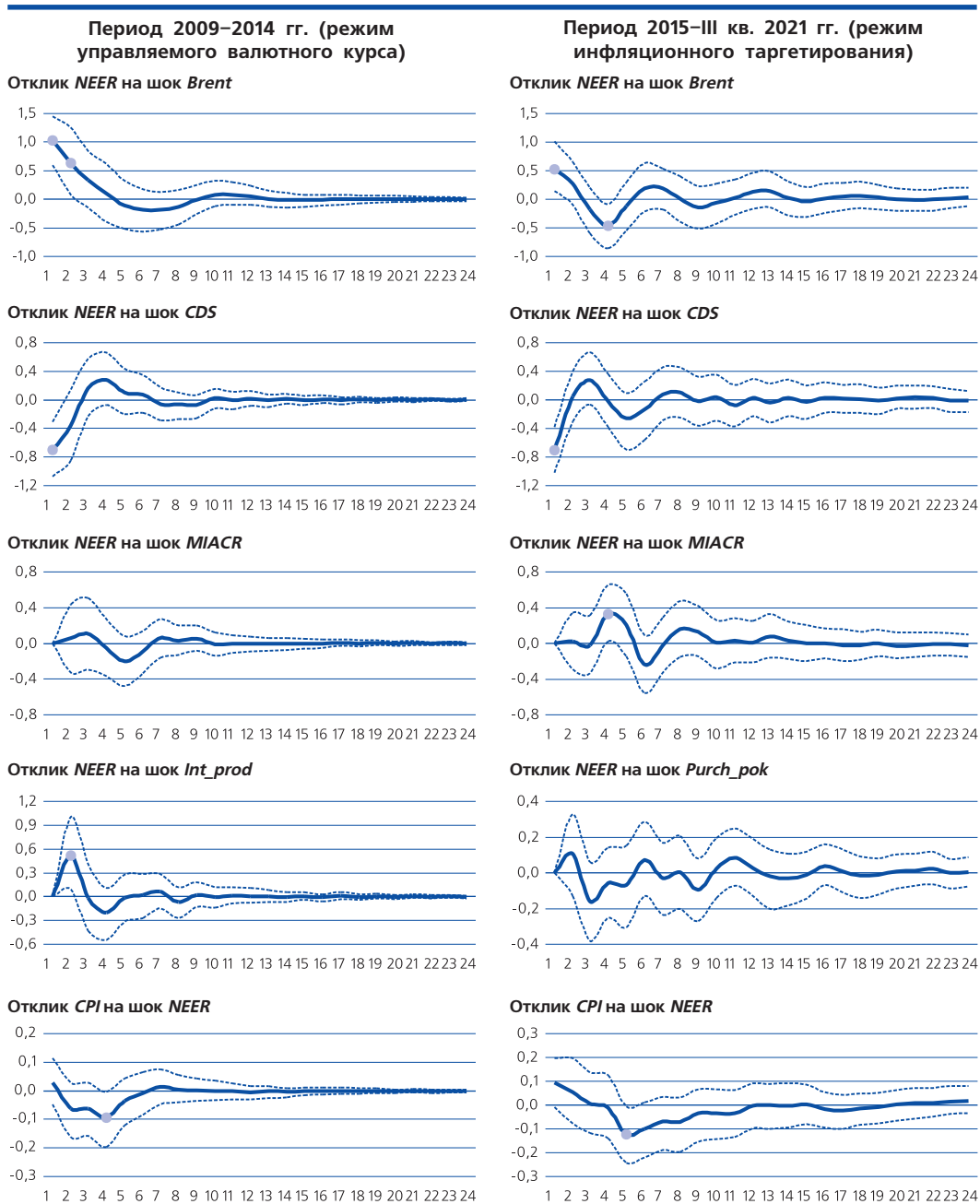
4. Представленные результаты оценивания выявляют чувствительность индекса *NEER* к валютным интервенциям ЦБ РФ по продаже иностранной валюты: продажа валюты в размере 1 млрд долл. приводила к росту *NEER* на 0,52 п. В период действия режима инфляционного таргетирования на рассматриваемом отрезке времени значимый отклик курса рубля на покупку валюты в рамках действия механизма бюджетного правила не выявлен.

5. Представленные результаты свидетельствуют о более распределенном во времени переносе валютного курса в цены (при режиме инфляционного таргетирования отклик обнаружен на 5-й месяц, тогда как при режиме управляемого курса — на 4-й месяц). Количественно эффект переноса оценен в размере 0,09–0,12 п. роста ИПЦ при снижении индекса *NEER* на 1 п. в обеих выборках. Полученный результат интерпретируется как некоторое общее снижение трансмиссии внешних шоков во внутренние цены посредством курса рубля при режиме инфляционного таргетирования.

Таким образом, в период инфляционного таргетирования органы денежно-кредитного регулирования РФ добились успехов в вопросах распределения во времени переноса валютного курса в цены, улучшения отклика курса рубля на ключевую ставку процента, снижения зависимости курса рубля от мирового товарного рынка, в том числе вследствие действия механизма бюджетного правила. Однако в конце февраля 2022 г. российская экономика столкнулась со структурным макроэкономическим шоком, который оказал существенное влияние как на политику валютного курса, так и на чувствительность валютного курса к факторам со стороны мирового то-

Таблица 3

Сравнение импульсных откликов индекса *NEER* в краткосрочном периоде до и после перехода к режиму инфляционного таргетирования



Примечание. Метод оценивания — структурная векторная авторегрессия. Оценки даны в 95%-ных доверительных интервалах. Горизонт прогнозирования импульсных откликов — 24 месяца (горизонтальная ось).

Источник: рассчитано авторами.

варного рынка, мирового финансового рынка и национальной денежно-кредитной политики:

1. Влияние факторов мирового товарного рынка на курс рубля стало менее сбалансированным (по сравнению с предшествующим периодом). Согласно данным МВФ индекс условий внешней торговли России в середине 2022 г. достиг локального максимума, сопоставимого со значениями периода благоприятной ценовой конъюнктуры на товары российского экспорта в 2008 г. (См. рис. 1.) В этих условиях в первом полугодии 2022 г. был достигнут исторический максимум показателя профицита счета текущих операций платежного баланса (146,5 млрд долл. за два первых квартала) за счет значительного роста экспорта (+41,9% – год к году) и незначительного снижения импорта товаров и услуг (-6,7%) (Банк России, 2022). В результате со стороны счета текущих операций платежного баланса было оказано выраженное повышательное давление на курс рубля.

2. Влияние факторов мирового финансового рынка на курс рубля претерпело значительные изменения в условиях введения как внутренних, так и внешних ограничений на трансграничное движение капитала. Отечественные меры коснулись заморозки средств нерезидентов, размещенных в ценных бумагах, запрета предоставления займов нерезидентам в иностранной валюте, запрета и впоследствии лимита на зачисление резидентами иностранной валюты на счета за рубежом, ограничения вывоза наличной иностранной валюты за рубеж и др. В июле 2022 г. вступил в силу Федеральный закон № 353-ФЗ, предусматривающий поправки в Федеральный закон от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле». Часть поправок вступила в силу 14.07.2022 г. и 13.10.2022 г., некоторые изменения вступают в силу 01.01.2024 г. Изменения коснулись преимущественно совершенствования механизма осуществления валютного контроля за проведением валютных операций за счет средств бюджета. (Информация о предпринятых мерах представлена в табл. 4.)

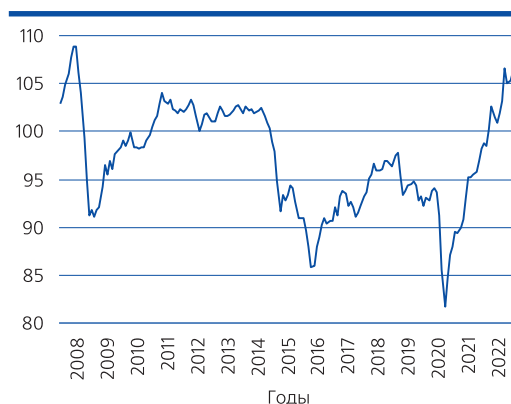
Внешнее рестриктивное давление проявилось в ограничении операций российского Национального расчетного депозитария с зарубежными ценными бумагами, блокирующими санкциях в отношении крупнейших российских коммерческих банков, запрете на ввоз в Россию наличной иностранной валюты из «недружественных» стран и др. В марте 2022 г. крупнейшие рейтинговые агентства мира (Fitch, Moody's) понизили рейтинг России до преддефолтного и отозвали его в апреле 2022 г. Это оказало влияние на де-юре возможность иностранных компаний, в первую очередь институциональных инвесторов, в том числе из «дружественных» стран, осуществлять вложения капитала в российскую экономику.

Таким образом, в условиях как внутренних, так и внешних ограничений трансграничного движения капитала курсообразование стало зависеть преимущественно от ситуации на мировых товарных рынках и потоков по счету текущих операций платежного баланса.

3. Набор инструментов политики валютного курса также подвергся изменениям. (См. табл. 1.) Произошла приостановка действия механизма бюджетного правила, приостанов-

ка механизма бюджетного правила, приостанов-

**Рис. 1. Индекс условий внешней торговли России, пунктов**



Источник: составлено авторами по данным МВФ (Commodity terms of trade [6]).

ка операций «валютный своп» Банка России, в течение первой половины года дифференциал норматива обязательного банковского резервирования в рублях и иностранной валюте находился на уровне нуля. В феврале 2022 г. был установлен самый высокий норматив обязатель-

ной продажи экспортной валютной выручки, в июне 2022 г. его значение вернулось к докризисному нулю<sup>1</sup>. В условиях действия ограничений для трансграничного движения капитала вероятно снижение индекса финансовой открытости России (Chinn-Ito) до уровня начала

**Таблица 4**  
**Меры ограничения трансграничного движения капитала, принятые в России в 2022 г.**

Период действия	Мера	Источник
28.02.2022–10.03.2022	Приостановка исполнения всех поручений клиентов – иностранных юридических и физических лиц на продажу ценных бумаг	Предписание Банка России от 27.02.2022 г. № 018-38/1185 (URL: <a href="https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/403507288/">https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/403507288/</a> )
10.03.2022–28.03.2022	Ограничение проведения операций в Реестре владельцев ценных бумаг по списанию ценных бумаг с лицевых счетов иностранных лиц или подконтрольных им лиц	Предписание Банка России от 10.03.2022 г. № 018-34-3/1570 (URL: <a href="https://base.garant.ru/403711812/">https://base.garant.ru/403711812/</a> )
01.03.2022–10.03.2022	Запрет на осуществление валютных операций, связанных с предоставлением иностранной валюты по договорам займа резидентами в пользу нерезидентов	Указ Президента РФ от 28.02.2022 г. № 79 (URL: <a href="http://www.kremlin.ru/acts/news/67881">http://www.kremlin.ru/acts/news/67881</a> )
	Запрет на зачисление резидентами иностранной валюты на свои счета, открытые в банках за рубежом	Указ Президента РФ от 28.02.2022 г. № 79 (URL: <a href="http://www.kremlin.ru/acts/news/67881">http://www.kremlin.ru/acts/news/67881</a> )
10.03.2022–н/в	Снятие запрета на зачисление резидентами иностранной валюты на свои счета, открытые в банках за рубежом, в установленных лимитах. Рост лимита переводов в течение календарного месяца: до 10 тыс. долл. (31.03.2022 г.), 50 тыс. долл. (16.05.2022 г.), 150 тыс. долл. (08.06.2022 г.), 1 млн долл. (01.07.2022 г.)	Указ Президента РФ от 05.07.2022 г. № 430 (URL: <a href="https://base.garant.ru/404949169/">https://base.garant.ru/404949169/</a> ) и разъяснения Банка России о лимитах переводов
02.03.2022–н/в	Запрет на вывоз из Российской Федерации наличной иностранной валюты и (или) денежных инструментов в иностранной валюте в сумме, превышающей эквивалент 10 тыс. долл. США	Указ Президента РФ от 01.03.2022 г. № 81 (URL: <a href="http://kremlin.ru/events/president/news/67886">http://kremlin.ru/events/president/news/67886</a> )
09.03.2022–09.09.2022, продление меры до 09.03.2023	Возможность снятия до 10 тыс. долл. в наличной валюте со счета (вклада) и остальных средств в рублях по рыночному курсу на день выдачи. Выдача валюты производится в долларах США независимо от валюты счета	Пресс-релизы Банка России от 09.03.2022 г. [1] и от 01.08.2022 г. [2]
14.07.2022–н/в	Внесение поправок в Федеральный закон от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»	Федеральный закон № 353-ФЗ от 14.07.2022 г. (URL: <a href="http://www.kremlin.ru/acts/bank/48086">http://www.kremlin.ru/acts/bank/48086</a> )
15.10.2022–н/в	Возможность выдачи разрешений на вывоз из страны иностранной валюты в размере более 10 тыс. долл. США в случаях и в порядке, которые установлены Советом директоров Центрального банка России	Указ Президента РФ от 15.10.2022 г. № 737 (URL: <a href="http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202210150002?index=0&amp;rangeSize=1">http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202210150002?index=0&amp;rangeSize=1</a> )

*Источник:* составлено авторами.

<sup>1</sup> Указом Президента Российской Федерации от 09.06.2022 г. № 360 (URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202206090006?index=1&rangeSize=1>) размер продажи выручки начал определяться Правительственной комиссией по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации, которой, в свою очередь, было принято решение отменить это требование к экспортерам.

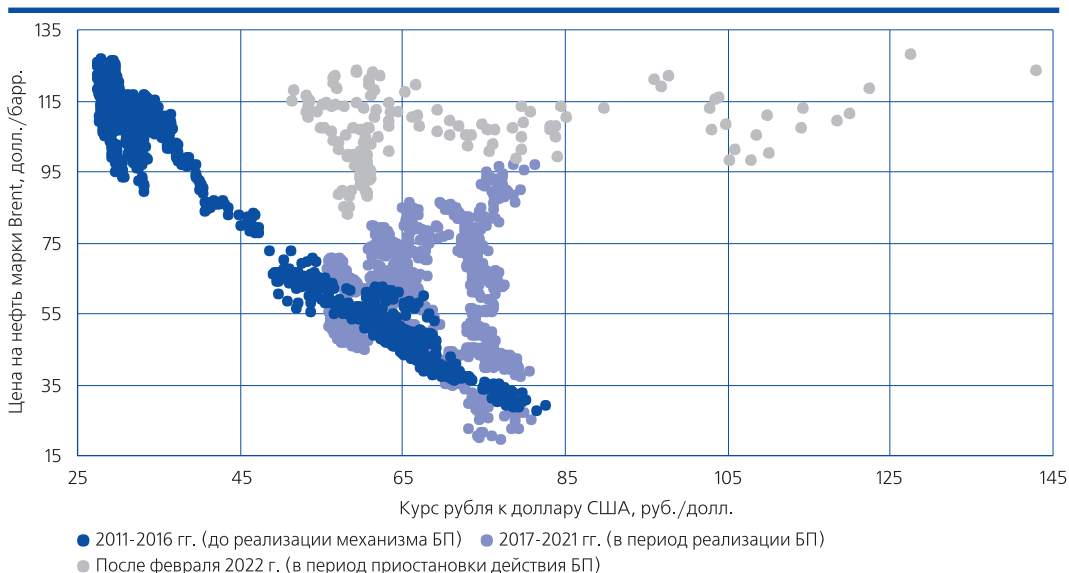
2000-х годов. Совокупность изменений инструментария политики валютного курса позволяет сравнивать текущий режим валютного курса с режимом, сложившимся в 1993–1994 гг.<sup>2</sup> (Ранее этот режим получил название режима «единого плавающего» валютного курса.)

Приостановка действия механизма бюджетного правила нуждается в отдельном обсуждении. Банком России и Министерством финансов анонсирована необходимость сохранения бюджетного правила как зарекомендовавшего себя инструмента контрциклической политики государственных финансов [3]. При этом остается актуальным вопрос валютной структуры покупок иностранной валюты, параметров «цены отсечения» и норматива добычи энергоресурсов, а также сроков возврата к применению данного правила. В условиях структурной трансформации экономики,

приостановки процесса бюджетной консолидации и роста расходных статей бюджета возврат к бюджетному правилу с целью накопления средств Фонда национального благосостояния, вероятно, будет отложен.

Отметим, что эмпирически наблюдаемая связь курса рубля и цены на нефть ослабла в период действия бюджетного правила (2017–2021 гг.) в сравнении с более ранним периодом (2011–2016 гг., что также подтверждают результаты оценивания модели (1)). И указанная связь не восстановилась после приостановки действия бюджетного правила с конца февраля 2022 г. (См. рис. 2.) Это наблюдение свидетельствует о том, что использование бюджетного правила в качестве механизма снижения зависимости курса рубля от цены на нефть может быть неактуально на современном этапе.

**Рис. 2. Диаграмма рассеяния значений курса рубля к доллару США и мировой цены марки Brent (ежедневные данные)**



Примечание. БП – бюджетное правило.

Источник: составлено авторами.

<sup>2</sup> Хотя в 1993–1994 гг. режим валютного курса предполагал валютные интервенции, их размер не мог существенно повлиять на динамику курса национальной валюты. Банк России «не располагал золотым запасом и валютными резервами, достаточными для поддержания рыночного курса рубля на уровне, отвечающем экономическим интересам страны» (годовой отчет Банка России. 1992).



4. Наконец, произошло изменение роли и степени экзогенности канала валютного курса трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) Банка России. Банком России отмечено увеличение спектра факторов, не связанных с монетарной политикой, но имеющих существенное влияние на курс. Обозначены «зашумление» канала валютного курса и снижение актуальности прежних оценок его работы [4]. Ожидание дальнейшего снижения значимости канала в системе ТМ ДКП может быть обосновано такими причинами, как усиление шоков отдельных валют, не являющихся резервными (например, турецкой лиры, индийской рупии); возможное уменьшение в будущем доли внешней торговли в ВВП России; сохранение ограничений трансграничного движения капитала. В октябре 2022 г., в условиях угрозы санкций в отношении Национального клирингового центра и Московской биржи, Банк России изменил подход к формированию официального курса иностранных валют к рублю<sup>3</sup>. Новый подход предполагает возможность использования данных о сделках кредитных организаций на валютных рынках при расчете курса рубля. Оценка последствий использования нового подхода к курсообразованию возможна только спустя время.

Таким образом, в новых экономических условиях роль традиционных факторов формирования валютного курса меняется. Изменение динамики показателей статей платежного баланса под влиянием структурной трансформации экономики приводит к слабо контролируемому изменению валютного курса. Центральному банку сложнее влиять на курс рубля как в силу большей экзогенности факторов, так и в силу сокращения использова-

ния привычных, зарекомендовавших себя в прежние периоды как эффективные инструментов политики валютного курса.

Одновременно с этим решения по ключевой ставке продолжают приниматься Банком России с учетом динамики курса рубля. В частности, нежелательное чрезмерное укрепление курса стало одной из причин достаточно планомерного снижения ключевой ставки во втором квартале 2022 г. Хотя трансформация экономики сопровождается сменой основных торговых партнеров, экономика России остается экспортно ориентированной и открытой по счету текущих операций. Вопреки ожиданиям снижения доли внешней торговли в ВВП, первая оценка ВВП за второй квартал 2022 г. показала рост доли чистого экспорта в ВВП с 8,5 до 15,5% в годовом выражении [5]. Действие таких инструментов, как бюджетное правило и операции валютного свопа, приостановлено, однако использование указанных инструментов не отменено окончательно. Сравнительно быстрый отказ от обязательства продажи экспортной валютной выручки, а также расширение лимитов зачисления резидентами иностранной валюты на свои счета за рубежом указывают на намерение Центрального банка поддерживать рыночное курсообразование рубля.

В связи с этим авторы ожидают, что по мере снижения геополитической напряженности, снятия ограничений по финансовому счету платежного баланса, перенаправления и роста объемов импорта, прохождения переходного периода структурных изменений применение в России ранее использовавшихся инструментов политики валютного курса и работа валютного канала денежной трансмиссии восстановятся. ■

<sup>3</sup> Указание Банка России от 03.10.2022 г. № 6290-У. 2022. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_428646/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_428646/)

**Литература**

1. Банк России вводит временный порядок операций с наличной валютой // Новости Банка России. 2022. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=12738>
2. Банк России продлил ограничения на снятие наличной иностранной валюты еще на 6 месяцев, до 9 марта 2023 года // Новости Банка России. 2022. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=14059>
3. Власов С., Хажгериева А. Модификация бюджетного правила: от консерватизма к мягкости. Аналитическая записка Банка России / Банк России, 2022.
4. Морозов А. и др. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки // Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России. 2022. № 3 (55).
5. Росстат представляет первую оценку ВВП за 2 квартал 2022 года // Информационно-аналитические материалы, срочные публикации и комментарии Федеральной службы государственной статистики. 2022. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts/comments>
6. IMF data. Commodity terms of trade. Commodity net export price index. 2022. URL: <https://data.imf.org/?sk=2CDDCCB8-0B59-43E9-B6A0-59210D5605D2>

**References**

1. Bank of Russia establishes temporary procedure for foreign cash transactions // Bank of Russia News. 2022. URL: <https://cbr.ru/eng/press/event/?id=12738>
2. Bank of Russia extends restrictions on foreign cash withdrawals for another six months until 9 March 2023 // Bank of Russia News. 2022. URL: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=14059>
3. Vlasov S., Hazhgerieva A. Перевод англ. Bank of Russia analytical note / Bank of Russia. 2022.
4. Morozov A. et al. Talking trends. Economy and markets // Bank of Russia Research and Forecasting Department Bulletin. 2022. No. 3 (55).
5. GDP at current prices for Quarter II 2022 (first estimate) // Federal State Statistics Service indicators. 2022. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts/comments>
6. IMF data. Commodity terms of trade. Commodity net export price index. 2022. URL: <https://data.imf.org/?sk=2CDDCCB8-0B59-43E9-B6A0-59210D5605D2>

**Russian Exchange Rate Policy in Modern Economic Conditions**

**Alina M. Grebenkina** – Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [Grebenkina-am@ranepa.ru](mailto:Grebenkina-am@ranepa.ru)

**Andrey K. Lyamenkov** – Associate Professor of the Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: [liamenkov@yandex.ru](mailto:liamenkov@yandex.ru)

*Russian exchange rate policy has changed significantly over the past decades, which was manifested, among other things, in amount of use of certain policy instruments, depending on the exchange rate regime. The results of quantitative analysis show that during the period of inflation targeting, in comparison with the earlier period, there was an improvement in response of ruble to key interest rate and a decrease in dependence of ruble on the world commodity market. However, the macroeconomic shock, happened in the end of February 2022 had a significant impact on both exchange rate policy and sensitivity of exchange rate to its factors.*

*In context of unbalanced influence of balance of payments items on the exchange rate, the effect of external and internal restrictions on cross-border capital movement and a pause in usage of usual monetary policy instruments, ruble exchange rate has become less interpretable indicator. Nevertheless, the authors believe that significance of ruble as an important parameter of monetary policy will remain as the acute phase of the economic crisis is overcome.*

*The article was written on the basis of the RANEPА state assignment research programme.*

**Key words:** exchange rate factors, monetary policy, economic crisis.

**JEL-codes:** E58, F31, F32, G01.