

ДИСБАЛАНСЫ ВНЕШНЕГО СЕКТОРА РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ПОДХОДЫ К ИХ РЕГУЛИРОВАНИЮ¹

В статье рассматриваются основные современные дисбалансы внешнего сектора российского финансового рынка и основные элементы новой концепции трансграничного движения капитала Российской Федерации в условиях усиления геополитических и геоэкономических рисков для обеспечения финансовой устойчивости и поддержания долгосрочного экономического роста в стране.

В условиях изменившейся парадигмы развития мировой экономики и обострения геополитической обстановки действующая модель трансграничного движения капитала в РФ, основанная на вывозе невозможных природных ресурсов в сочетании со значительным оттоком капитала, создает дополнительные риски для экономической безопасности страны, стабильности национального финансового рынка. Изменения воспроизводственной структуры российской экономики приводят к резкому усилению ее зависимости от внешних заимствований, а также к формированию современных дисбалансов трансграничного движения капитала РФ.

Современные дисбалансы трансграничного движения капитала РФ. Первый блок сформировавшихся дисбалансов тесно связан с форсированным формированием избыточных внешних сбережений страны. В последние десятилетия Россия активно увеличивала вывоз первичных сырьевых ресурсов за рубеж. Их доля в совокупном экспорте страны в 2014 г. превысила 70% [1]. Опережающий рост темпов вывоза сырья по сравнению с импортом обуславливает устойчивый профицит счета текущих операций платежного баланса. В соответствии с формулой расчета ВВП² такая ситуация на практике означает перманентное превышение национальных сбережений над инвестициями и определяет место страны в структуре трансграничного движения капитала как чистого донора для остального мира.

С 1994 г. Россия сформировала огромный объем внешних сбережений: суммарное сальдо счета текущих операций за 1994-2013 гг. составило более 1 трлн. долл. (рассчитано по: [2]). РФ выступает активным экспортером капитала за рубеж, а общий объем иностранных активов резидентов на 01.07.2015 достиг 1,2 трлн. долл. [3].

Подобная структура национальных внешнеэкономических связей РФ в целом соответствует доктрине международных финансовых организаций, согласно которой страна должна всемерно стимулировать экспорт, добиваясь состояния перманентного профицита торгового баланса и счета текущих операций. Последний рассматривается как необходимое условие устойчивого экономического роста национальной экономики, позволяющего не прибегать к новым внешним заимствованиям, обеспечивать так называемую «подушку безопасности» при неблагоприятном изменении геополитической или геоэкономической ситуации.

Данная доктрина не бесспорна с теоретической точки зрения. С учетом того, что за границу вывозятся товары, пользующиеся устойчивым спросом на мировом рынке, экспортная продукция имеет интернациональную потребительную стоимость. Именно на эту стоимость национальное хозяйство безвозмездно передает в пользу остального мира часть произведенного национального продукта.

¹ Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект №15-02-00669).

² $GDP = (X - IM) + C + I$, где X – экспорт; IM – импорт; C – потребление экономическими агентами; I – инвестиции.

Еще более ущемляет положение стран нетто-экспортеров современная система расчетов, которые осуществляются в неизменных на золото национальных (так называемых резервных) валютах. Отсутствие внутренней стоимости у резервных валют приводит к тому, что чистый экспорт реальных стоимостей по существу обменивается на записи по счетам в глобальной валютно-финансовой системе. Такие записи обладают покупательной силой лишь в той степени, в которой они ею наделены денежными властями страны-эмитента резервной валюты. Помимо отсутствия юридических обязательств со стороны эмитентов резервных валют поддерживать стабильную покупательную способность выпускаемых ими денег³, в подобной ситуации возникает несколько концептуальных проблем. Во-первых, любая национальная денежная единица, неизменная на золото, подвержена обесценению как из-за перманентно присущих современному хозяйству структурных диспропорций, так и несоответствия объема эмитируемых платежных средств потребностям оборота. Во-вторых, в случае потенциального отказа участников международных расчетов от резервной валюты (например, от доллара США, как это было в 1970-е годы) ее единственным обеспечением становится товарная масса, обращающаяся на внутреннем рынке страны-эмитента. Очевидно, что эта товарная масса недостаточна для удовлетворения спроса всех обладателей авуаров в резервной валюте. Таким образом, в современных реалиях страна, обладающая положительным сальдо международной торговли, фактически передает остальному миру на неэквивалентной основе часть своих национальных ресурсов.

Что касается РФ, то помимо отмеченных выше негативных последствий, описанный дисбаланс формирует противоестественную специализацию страны на экспорте капитала. Иными словами, при хроническом дефиците докапитализации внутренних отраслей экономики Россия выступает чистым инвестором по отношению к третьим странам, причем модель вывоза национального капитала за рубеж крайне неэффективна. Во-первых, основная часть чистых сбережений представлена крайне консервативными видами вложений: в форме международных резервов, остатков на транзакционных счетах в иностранных банках и в государственных ценных бумагах стран-эмитентов резервных валют. Доходность по этим вложениям крайне низка⁴, они не задействованы в экспансии российского производственного капитала на внешние рынки. Кроме того, размещенные в странах, являющихся потенциальными геополитическими и геоэкономическими оппонентами РФ, такие инвестиции подвержены высокому финансовому риску. Во-вторых, значительная часть капиталов, формально представленная как прямые инвестиции, по сути, является бессрочной формой вывоза национальных сбережений в офшорные зоны с их последующим переводом в другие географические регионы. Помимо выхода де-факто из-под российской юрисдикции эти капиталы неподотчетны национальным денежным властям, размыты и подвержены рискам экспроприации. В-третьих, существенная часть чистых сбережений РФ представляет собой утечку капитала и оформлена как нерегистрируемый вывоз средств за границу. Вывезенный таким образом российский капитал, по сути, утрачен для национальной экономики и не может (даже потенциально) рассматриваться как ресурс ее долгосрочного развития.

Второй блок современных дисбалансов в трансграничном движении капитала РФ связан с необоснованным формированием внешнего долгового бремени страны. Речь идет как об иностранных инвестициях, так и зарубежных кредитах и займах.

³ Например, держатели счетов в иностранной валюте могут полностью лишиться своих сбережений в случае конфискационных мер или замораживания активов.

⁴ На долю этих статей приходится около 30% иностранных активов РФ (без учета резервов). Рассчитано по [3].

Теоретические аспекты эффективности использования привлекаемых иностранных инвестиций остаются дискуссионными. Основной предпосылкой эффективного использования национальной экономикой внешнего ресурсного потенциала является привлечение иностранного капитала в качестве дополнительного источника формирования ресурсной базы национальных компаний при наличии подлинных долгосрочных интересов иностранных инвесторов в стране-реципиенте. Международная практика, напротив, свидетельствует, что лишь относительно небольшому числу стран удалось добиться технологического прорыва за счет привлечения внешних инвестиций. Инвесторы не стремятся «делиться» технологическими новшествами, перенося на рынки стран-реципиентов лишь узкие участки производственных цепочек (сборку, производство отдельных видов комплектующих), оставляя НИОКР в развитых странах. Страны-реципиенты используются, как правило, в целях удешевления конечной продукции за счет низкой стоимости рабочей силы, упрощенного порядка налогообложения, сокращения транспортных издержек, облегчения процесса доведения конечной продукции до потребителя [4].

С этой точки зрения показателен опыт государств Центральной и Восточной Европы, которые с середины 1990-х годов на фоне ухудшения счета текущих операций платежного баланса фактически «проели» основную часть производственных фондов, поощряя продажу иностранным инвесторам долей участия в наиболее привлекательных для инвестиций отраслях национальной промышленности. Результатом подобной политики стала утрата восточноевропейскими странами значительной доли хозяйственного суверенитета и превращение их в «сборочные цехи» крупнейших европейских концернов.

Распространены факты приобретения прав участия или контроля крупного инвестора над национальной компанией не для развития бизнеса на территории страны, а для избавления от конкурента на национальном рынке. В новейшей российской истории есть немало примеров, когда стратегический инвестор фактически блокировал работу предприятия, приводя его к банкротству.

Еще более дискуссионным представляется вопрос об эффективном использовании на национальном рынке иностранных заемных ресурсов. С позиций экономической целесообразности формирование ресурсной базы экономики на основе иностранных кредитов и займов, вообще говоря, вызывает сомнение, если речь идет об экономиках с уравновешенным платежным балансом, и еще более спорно, когда у страны в течение длительного периода наблюдается устойчивое положительное сальдо текущего счета. Профицит текущего счета свидетельствует о формировании в стране избыточных сбережений и собственных валютных активов, т.е. «бесплатных» ресурсов экономики [5]. Именно такова ситуация с трансграничным движением капитала в РФ. Являясь нетто-инвестором на мировом рынке, Россия одновременно представляет собой одного из крупнейших в группе развивающихся стран внешних должников, совокупный иностранный долг которого на 01.04.2015 достиг 731,2 млрд. долл. [6]. И хотя государственный долг составляет лишь относительно небольшую часть внешних обязательств РФ (10%), это не снижает остроты проблемы высокой долговой нагрузки на российскую экономику.

К числу системных проблем российского долга относятся следующие:

1. *Краткосрочный характер внешних обязательств.* Только на 2015 г. выплаты в виде основного долга и процентов по нему составили 188 млрд. долл. [6]. Не менее напряженным является график предстоящих выплат на ближайшие три года. Столь масштабные платежи невозможно обеспечить за счет текущих валютных поступлений, что в условиях ограниченных возможностей рефинансирования долга

за счет новых займов неизбежно ставит вопрос о мобилизации части накопленных валютных активов РФ, в том числе международных резервов.

2. *Преимущественно непроизводительный характер использования внешних заемных ресурсов.* Эти ресурсы не были вовлечены в приобретение новых технологий и оборудования в целях модернизации экономики. Например, доля ресурсов иностранных кредитных организаций в структуре инвестиций в основной капитал стабильно не превышала 3% [7]. В то же время значимая часть внешних заимствований прямо или косвенно была направлена на стимулирование потребительского импорта, а также широко задействована российскими заемщиками в финансировании сделок слияний и поглощений на внешних рынках. Иными словами, новые иностранные заимствования интегрировались в самостоятельный «внешний» контур российской экономики, не участвующий в решении макроэкономических задач страны.

3. *Высокая стоимость заимствований, концентрация долгового портфеля и отсутствие стоимостных источников обслуживания задолженности.* Российский долг по своей стоимости – один из самых «дорогих» среди развивающихся стран: средний уровень процентной ставки – около 8-9% годовых. В то же время вывоз российских активов, в основном размещенных в тех же иностранных банках стран-эмитентов резервных валют, которые предоставляют ссуды отечественным заемщикам, осуществляется под депозитный процент, который на порядок ниже ссудного (2-2,5%). Практически весь иностранный долг РФ сконцентрирован у иностранных инвесторов стран, объявивших санкции в отношении России, а высокая степень вовлеченности внешних кредитов и займов РФ в сделках слияний и поглощений исключает возможность поиска источников возврата иностранных заемных ресурсов на основе вновь создаваемой стоимости.

Сложившаяся малоэффективная модель интеграции России в систему трансграничного движения капитала резко усиливает риски для экономической безопасности и финансовой стабильности в условиях возросших геэкономических рисков. Изменение внешних условий функционирования национального хозяйства РФ требует кардинального пересмотра подходов к организации трансграничного движения потоков капитала. По нашему мнению, в современных условиях необходимо разработать концепцию, нацеленную на мобилизацию имеющихся национальных ресурсов как в вещественной, так и в финансовой форме, а также на свертывание экспансии российского капитала на внешние рынки. Трансформация подходов к организации движения капитала РФ может быть охарактеризована как мобилизационная модель.

Основные элементы концепции трансграничного движения капитала РФ.

Под концепцией трансграничного движения капитала в условиях обострения геэкономических рисков понимается система мировоззренческих взглядов на изменение форм, методов и направлений перемещения международных (трансграничных) потоков капитала, а также систематизация принципов и подходов к их государственному регулированию в новых условиях.

Новая концепция трансграничного движения капитала РФ на наш взгляд, должна базироваться на четырех доминантах:

1) ограничение форсированного экспорта за рубеж исчерпаемых запасов углеводородного сырья при одновременном ограничении импорта минимальным набором товаров, выпуск которых на территории РФ затруднен или невозможен (модель регулирования счета текущих операций платежного баланса);

2) отказ от экспансии российского капитала за рубеж и от идеи создания производственно-сбытовых цепочек за границей, мобилизация ранее размещенных за рубежом инвестиционных ресурсов и их направление на погашение имеющихся

иностранных обязательств (модель регулирования счета финансовых операций платежного баланса);

3) смягчение условий предоставления централизованных ресурсов реальному сектору экономики (модель монетарного регулирования);

4) оптимизация структурных и институциональных аспектов развития внешнего сектора российской экономики для обеспечения финансовой стабильности и национальной экономической безопасности (модель структурных и институциональных модификаций).

Модель регулирования счета текущих операций платежного баланса. Наличие на территории РФ уникальных природных ресурсов определяет объективную возможность формирования новой модели регулирования счета текущих операций платежного баланса. В случае отказа от форсированного вывоза углеводородов, металлов, древесины, продовольствия национальная экономика вполне может обеспечивать расширенное воспроизводство на основе собственной ресурсной базы. Очевидно также, что вывоз сырьевых ресурсов не соответствует долгосрочным стратегическим задачам РФ. В этой связи стратегическим направлением должна быть нацеленность на уменьшение размера чистых сбережений экономики. В определенной корректировке нуждается модель организации импортных поставок. Нам представляется, что на уровне государственной экономической политики должны быть выделены список товаров первой необходимости (критический импорт), а также список приоритетных товаров инвестиционного назначения, ввоз которых должен осуществляться.

Такой подход может быть реализован в том числе посредством особого порядка организации валютных торгов под оплату импорта. Подобная модель валютных торгов, действовала в 1998-1999 гг. и предусматривала проведение отдельных валютных сессий (утренней и вечерней) с сегментацией по критерию целей приобретения валюты [8]. С учетом современных реалий данная модель может быть адаптирована к условиям современного валютного рынка России. В этом случае Банк России ограничивается регулирующим участием лишь в ходе утренней сессии, тогда как на вечерней сессии может быть сохранено рыночное курсообразование⁵.

В условиях введения целого ряда торговых и финансовых ограничений и санкций со стороны основных торговых партнеров России регулируемый валютный курс рубль представляется обоснованной реакцией на режим экономических санкций.

Модель регулирования счета финансовых операций платежного баланса. Объективным условием реализации этой модели в РФ является длительное сохранение положительной чистой международной инвестиционной позиции, означающее, что накопленных внешних активов в экономике страны вполне достаточно для погашения имеющихся внешних обязательств. Однако возможность реализации предлагаемой модели во многом зависит от состояния, структуры и динамики как внешних обязательств, так и внешних активов РФ. С одной стороны, сформировалась устойчивая тенденция перманентной зависимости ресурсной базы национального финансового рынка РФ от заемных ресурсов мирового финансового рынка. Более того, внешние кредиты и займы РФ представлены ресурсами с трех-четырёхгодичным сроком возврата. Масштабная и высокая (проценты и прочие расходы по обслуживанию) краткосрочная внешняя задолженность требует постоянного рефинансирования и усиливает риски несвоевременного погашения обязательств в случае отказа

⁵ В частности, на утренней сессии может реализовываться экспортная выручка компаний-экспортеров с преобладающим государственным участием и могут допускаться импортеры критических и инвестиционных товаров, список которых определяется Правительством РФ. В ходе «вечерней» сессии может осуществляться свободная торговля валютой из различных источников и для различных целей (продажа остатка экспортной выручки, покупка валюты под обслуживание долга, валютные спекуляции и др.).

иностранных доноров от предоставления новых кредитов резидентам РФ. С другой – Россия является обладателем крупных зарубежных активов, размещенных в основном в высоколиквидных, но низкодоходных формах. После введения экономических санкций дополнительным фактором риска размещения за рубежом сбережений резидентов РФ стала угроза их замораживания в результате усиления секторальных санкций. Очевидно, что необходимы разработка и реализация комплекса практических мер по поэтапному выводу российских активов с зарубежных рынков.

Первоочередными в этих условиях могут быть следующие мероприятия:

Во-первых, значительная часть иностранных активов резидентов РФ представлена легко реализуемыми финансовыми инструментами: обращающимися ценными бумагами, а также депозитами и остатками на счетах в иностранных банках⁶. Реализация этих достаточно ликвидных активов возможна в течение двух-трех месяцев. В первую очередь реализовать эту меру финансовой безопасности должны компании с преобладающим государственным участием, объем ликвидных активов которых оценивается примерно в треть общей суммы (около 85 млрд. долл.).

Во-вторых, большую часть российского внешнего долга составляют еврооблигационные займы, выпущенные от имени зарубежных участников финансового рынка, структурно связанных с крупнейшими российскими компаниями (дочерние компании, зарубежные филиалы и пр.). Объем их оценивается в 50-60 млрд. долл. Эта часть долга может быть выкуплена на рынке на достаточно выгодных условиях. С учетом сложившегося дисконта в торговле российскими ценными бумагами, выпущенными на мировом финансовом рынке (от 3 до 15% номинала), их приобретение по сложившимся котировкам, помимо стабилизирующего эффекта, способно существенно ослабить давление объемов погашения в будущем.

В-третьих, более сложной проблемой является вывод российских активов из вложений в доли, паи, акции иностранных компаний, т.е. прямых иностранных инвестиций. В настоящее время объем таких вложений составляет 450,3 млрд. долл. [3]. Однако в условиях обострения геэкономической ситуации модель экспансии российского капитала на зарубежные рынки, которая последовательно проводилась крупнейшими отечественными экспортными концернами в течение последнего десятилетия, должна быть скорректирована. Общий объем ресурсов, который можно было бы мобилизовать за счет вывода прямых инвестиций с мирового финансового рынка, по нашим расчетам, составляет 200-250 млрд. долл.

На наш взгляд, принятие комплексной государственной программы по постепенной репатриации ранее размещенных резидентами РФ внешних активов и мобилизации имеющихся валютных ресурсов было бы крайне востребовано и актуально в условиях кумулятивного нарастания геополитических и геэкономических рисков.

Модель монетарного регулирования. Ограничение возможностей внешнего фондирования российской экономики требует корректировки подходов к реализации монетарной политики Банка России. Это обусловлено повышением спроса на ликвидность в российских рублях для урегулирования внешней задолженности. В 2014 г., когда были введены секторальные санкции в отношении российских заемщиков, крупные нефинансовые предприятия трансформировали внешнюю задолженность, номинированную в иностранной валюте, в рублевый долг.

Изменение условий внешнего фондирования потребовало адекватной реакции мегарегулятора – Банка России, которому вполне обоснованно пришлось пойти на смягчение условий предоставления централизованных ресурсов вплоть до выдачи бесплатных и беззалоговых кредитов.

⁶ По данным международной инвестиционной позиции РФ, в иностранных долговых ценных бумагах резидентами размещено 58,8 млрд. долл., а на ссудно-депозитных счетах – 193,0 млрд.

По нашему мнению, положительным итогом кредитно-денежной экспансии Центрального банка станет сочетание требований финансовой стабильности и поддержания экономической активности за счет пополнения рублевой ликвидности. В целом политика мегарегулятора подтверждает данную идею: в проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» Банк России отмечает, что при достижении основных целевых ориентиров он будет нацелен на поддержание более мягкой направленности денежно-кредитной политики [9, с. 30].

Представляется, что наряду с понижением процентной ставки, Банк России должен существенно смягчить требования к залому. Системное ограничение модели рефинансирования, характерное для формирующихся рынков (нехватка залога должного качества), может быть преодолено посредством возобновления беззалогового кредитования, которое проводилось в 2008-2009 гг. По нашему мнению, список «экстренных» инструментов точной настройки может быть расширен за счет включения в него прямого безвозвратного выкупа ценных бумаг, находящихся на балансах кредитных организаций. Этот механизм, активно применяемый в странах-эмитентах резервных валют, в российских условиях требует определенной модификации. По-видимому, к выкупу могут быть предъявлены не только первоклассные ценные бумаги, используемые в процедурах рефинансирования, но и относительно менее ликвидные корпоративные ценные бумаги, а также векселя, золото и некоторые кредитные требования банков к клиентуре.

Помимо механизмов пополнения рублевой ликвидности, оправданным представляется расширение практики предоставления валютных ссуд Банком России кредитным организациям для выкупа еврооблигационных займов за рубежом. В настоящее время такой механизм Банком России частично введен: он предусматривает предоставление валютной ликвидности под залог валютных требований банков-заемщиков к клиентуре. Тем не менее масштабы операций по предоставлению валютной ликвидности объективно ограничены лишь кругом ссудных операций «банк-клиент». Представляется, что в качестве залога могут быть также использованы кредиты зарубежных дочерних структур своим российским материнским компаниям⁷.

Модель структурных и институциональных модификаций. Особое место в новой концепции трансграничного движения капитала РФ с позиций обеспечения финансовой стабильности и национальной экономической безопасности занимает оптимизация структурных и институциональных аспектов развития внешнего сектора российской экономики по трем основным направлениям: 1) постепенное изменение структуры международных расчетов РФ в пользу использования российского рубля и валют развивающихся стран; 2) трансформация подходов к управлению резервными активами РФ; 3) развитие коллективных антикризисных механизмов на базе Евразийского экономического союза (ЕАЭС).

Сокращение масштабов использования доллара США и евро в трансграничных расчетах позволит ослабить политическое и экономическое давление на Россию, а также ограничит риски, связанные с санкциями в отношении российских банков и компаний. Возможен постепенный перевод расчетов за поставляемые Россией на внешние рынки энергоресурсы и металлы из свободно конвертируемых валют

⁷ Размещение еврооблигационного займа от имени российской компании за рубежом осуществляется ее дочерней структурой – предприятием специального назначения. После размещения вырученные от эмиссии средства перечисляются в пользу российской материнской компании в форме иностранного кредита. Именно этот кредит и может использоваться в качестве залога в Банке России для предоставления валютных ресурсов, необходимых для выкупа российскими компаниями своих еврооблигационных займов за рубежом.

(СКВ) в рубли и в валюты стран с формирующимися рынками – китайский юань, индийскую рупию, корейскую вону, сингапурский и гонконгский доллар и др.

В первую очередь с учетом развития экономической интеграции в регионе ЕАЭС на расчеты в рублях за топливно-энергетические товары могли бы перейти резиденты стран – партнеров России по ЕАЭС. Уже в настоящее время доля российского рубля в обслуживании взаимных расчетов значительна. В 2014 г. доля платежей в российских рублях в целом по ЕАЭС составила около 70% [10]. В 2015 г., по данным Национального банка Республики Белоруссии, удельный вес российского рубля в общем объеме направленных и полученных платежей между Россией и Белоруссией составил 74,4%, а с Казахстаном, по данным Национального банка Республики Казахстан, – 67,3% [11]. Риски повышенной волатильности обменного курса рубля могли бы быть компенсированы развитием рынка срочных контрактов на приобретение российской валюты, включая заключение своп-соглашений с центральными банками государств – членов ЕАЭС, других стран азиатского региона, а также предоставление государственных гарантий по форвардным контрактам с рублем.

Важным аспектом долгосрочного ослабления зависимости национальной экономики от зарубежных платежно-расчетных систем является постепенный перевод валютных расчетов из западноевропейских и американских банков в политически нейтральные, но вместе с тем широко вовлеченные в операции мирового финансового рынка юрисдикции (например, в Сингапур, Гонконг).

Представляется целесообразным переход к практике обслуживания валютных расчетов между отечественными кредитными организациями на основе лоросчетов, открытых в Банке России. Отчасти данная практика была отработана в ходе валютно-финансового кризиса 2008–2009 гг., когда Банком России был разработан порядок открытия корреспондентских счетов на своем балансе [12].

Отказ от проведения платежей между резидентами через иностранные банки, а также сокращение объема внешних трансакций и их осуществление от имени Банка России значительно снизит риски ограничения трансграничных расчетов и нейтрализует эффект конфискационных мер в отношении отдельных отечественных кредитных организаций.

Важное направление создания институциональных предпосылок для обеспечения финансовой стабильности – модификация подходов к порядку формирования и структуре международных резервов РФ. В последние два десятилетия ввиду активизации эмиссионной политики развитых стран накопление международных резервов стало инструментом перераспределения накопленного мирового богатства. Возросший перераспределительный эффект накопления международных резервов развивающимися странами в последние годы усугубился обострением геэкономических рисков, которые реализуются в эмбарго на поставки и использование высокотехнологичного оборудования, частичном замораживании счетов, ограничении финансовых операций и в других конфискационных мерах. Наиболее подвержены таким рискам международные активы, размещенные в резервных валютах, прежде всего, та их часть, которая представлена государственными ценными бумагами.

Такая ситуация порождает проблему поиска направлений частичной диверсификации международных резервов в иные финансовые инструменты, отличные от номинированных в резервных валютах. Основным направлением модификации политики управления резервными активами РФ могло бы стать увеличение официальных авуаров в золоте. Осознание исключительной роли золота в условиях перманентного искажения механизма эмиссии резервных валют выразилось в изменении подхода центральных банков к управлению авуарами в драгоценных металлах: чистая про-

даже золота эмиссионными учреждениями с 2009 г. сменилась нетто-приобретением этого металла, которое за период 2010-2013 гг. составило 714,1 т [13].

Россия является одним из крупнейших производителей золота (6-я позиция в мире). На начало 2015 г. золотой запас России достиг 1189 т. Всего в 2014 г. Банком России приобретено 173 т этого металла [3]. По размеру запасов золота Россия вышла на 5-е место в мире, уступая лишь эмитентам резервных валют. Тем не менее доля золота в международных резервах России (12%), хотя и соответствует среднему уровню в составе мировых международных резервов (12,4%), тем не менее существенно ниже аналогичного индикатора крупных развитых стран. В целом, по расчетам авторов, необходимый объем золотого запаса России должен возрасти до 2,5 тыс. т, а доля золота в структуре международных резервов – не менее чем до 25%.

Особого решения требует проблема размещения средств российских суверенных фондов благосостояния (СФБ), учтенных в составе международных резервов РФ. Следует пересмотреть направления использования средств СФБ для фондирования целевых программ закупки за рубежом импортного оборудования, передовых технологий и НИОКР. Реализация новых подходов к управлению средствами СФБ позволит трансформировать «замороженный» эквивалент чистого российского экспорта – не менее 150 млрд. долл. – в товарно-вещественную форму.

Важным направлением формирования предпосылок финансовой стабильности представляется дальнейшее развитие интеграционных объединений на постсоветском пространстве, при котором наиболее зрелыми институциональными формами регионализации экономического и валютно-финансового сотрудничества стали Евразийское экономическое сообщество (функционировавшее в период с 30.05 2001 г. по 31.12.2014 г.) и учрежденный на его основе в 2015 г. Евразийский экономический союз.

Концептуально важно иметь в виду, что валютно-финансовая стабильность в рамках интеграционных объединений достигается за счет снижения рисков (валютного, кредитного, процентного), обусловленных уменьшением потребности стран, входящих в объединение, во внешнем финансировании. Это возможно посредством более эффективной модели трансформации сбережений и инвестиций на его территории, а также создания коллективных форм защиты от внешних шоков, снижения потребности в иностранной валюте для обеспечения взаимных расчетов и др. Поэтому развитие евразийской валютно-экономической интеграции крайне важно с точки зрения создания системы коллективной защиты от растущих внешних финансовых угроз. Однако последовательность этапов развития интеграционного взаимодействия в условиях усиления глобальных вызовов должна быть дополнена комплексом совместных антикризисных мер, в том числе в сфере курсовой политики и формирования коллективных финансовых институтов. Их основная цель – эффективное взаимодействие финансовых систем стран-участниц в целях предотвращения проникновения внешних шоков на территорию объединения.

В рамках ЕАЭС существует высокая степень взаимозависимости курсовой динамики валют стран – членов ЕАЭС, особенно учитывая, что свыше половины расчетов по взаимной торговле осуществляется в национальных валютах. Вследствие такой взаимосвязи результатом девальвации валют одной из стран является усиление ее конкурентных позиций на рынке ЕАЭС в качестве экспортера (например, в случае активизации покупки российских товаров резидентами Казахстаном при девальвации рубля) и дестимулирует импорт (например, в случае уменьшения спроса на белорусские товары при девальвации российского рубля). Кроме того, ослабление позиций одной из валют стимулирует арбитражные операции, направленные на приобретение иностранных активов (долларов, евро) на рынках сопредельных стран и их продажу на рынке страны с обесценивающейся валютой.

Негативное влияние валютных шоков на экономику стран – членов ЕАЭС подтверждает целесообразность и необходимость развития следующих направлений антикризисного регулирования в рамках этого интеграционного объединения.

Во-первых, сосредоточение усилий на разработке единых подходов к определению обменных курсов в качестве основного инструмента согласованного противодействия внешним шокам. Необходима последовательная реализация тех положений Договора о ЕАЭС, которые направлены на координацию и согласование валютно-финансовой политики, в том числе курсовой политики государств – участников Союза. Следует наполнить реальным содержанием и наделить необходимыми полномочиями деятельность Консультационного совета по валютной политике, созданного главами центральных банков России, Белоруссии и Казахстана в апреле 2012 г. в целях разработки согласованных подходов к координации валютной, в том числе курсовой, политики. Такая координация возможна, если национальная монетарная политика основана на концепции регулируемого валютного курса. Не лишне напомнить, что партнеры России по ЕАЭС (Белоруссия и Казахстан) и основной партнер по БРИКС и ШОС (Китай) практикуют (в отличие от Банка России) режим регулируемого курса национальных валют, используя его как инструмент поддержания макроэкономической устойчивости и обеспечения предсказуемости условий внешнеэкономической деятельности. Представляется целесообразным отрегулировать в рамках Консультационного совета работу механизма взаимного оповещения государств о предполагаемом принятии решений в области курсовой политики, в том числе об ожидаемой или планируемой девальвации, а также о масштабе девальвации и моменте ее осуществления [14].

Во-вторых, обеспечение преемственности действовавшего в рамках ЕврАзЭС Антикризисного фонда, который оказался в правовом вакууме. В настоящее время в рамках ЕАЭС на базе Антикризисного фонда ЕврАзЭС создается Евразийский фонд стабилизации и развития, однако принципы его функционирования, за исключением нацеленности на предоставление инвестиционных кредитов, до сих пор не определены. Представляется, что в деятельности нового фонда могли бы быть задействованы как принципы ранее действовавшего Антикризисного фонда, так и механизмы учрежденных 15 июля 2014 г. на саммите глав государств БРИКС (г. Форталеза, Бразилия) Нового банка развития и пула условных валютных резервов. В том и другом случае основной целью антикризисного механизма является аккумуляция валютных ресурсов для коллективного противодействия кризисным явлениям в странах – членах этих финансовых организаций.

Таким образом, современные реалии глобального валютно-финансового мирового порядка обусловили необходимость трансформации модели интеграции России в систему трансграничного движения капитала. Необходима смена доминант финансового взаимодействия РФ с внешним миром. Реализация рассмотренных новых концептуальных подходов к трансграничному перемещению капитала направлена на преодоление кратко- и среднесрочных системных угроз экономической безопасности РФ, а также на создание предпосылок для долгосрочного поступательного развития страны посредством более рационального участия в системе международного разделения труда, активизации процесса евразийской валютно-экономической интеграции.

Литература

1. Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. 2014 // Вестник Банка России. № 29-30 14.05.2015.
2. Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление) за 1994-2013 гг. www.cbr.ru
3. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации www.cbr.ru.

4. Звонова Е.А., Навой А.В., Пицик В.Я. О концепции трансграничного движения капитала в России в условиях обострения геэкономических рисков // *Вопросы теории и практики управления*. 2015. № 11. С. 185-196.
5. Навой А.В. Генезис российского внешнего долга: основные тенденции и противоречия // *Аналитический вестник. Аналитическое управление Аппарата Совета Федерации*. 2011. № 17(429). С. 8-23.
6. Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 01.04.2015. www.cbr.ru
7. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/
8. Положение о порядке и условиях проведения торгов иностранной валютой за российские рубли на единой торговой сессии межбанковских валютных бирж (утв. Банком России 16.06.1999 № 77-П).
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и на период 2016 и 2017 годов (проект). www.cbr.ru
10. http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/cur_str.htm&pid=svs&sid=ITM_30245
11. О платежах, связанных с оборотом товаров и услуг, проводимых между государствами-участниками ЕврАзЭС за 2014 г., Межгосударственный банк, июнь 2015 г., с.2-3. http://www.isbnk.org/ru/activities_payments.html.
12. Письмо Банка России от 04.02.2009 № 13-Т «О типовом договоре корреспондентского счета».
13. Навой А.В., Алферов В.Т. Золото в структуре международных резервов Российской Федерации: трансформация подходов к управлению // *Деньги и кредит*. 2014. № 10. С. 53-59.
14. Пицик В.Я., Звонова Е.А. Институциональные аспекты регулирования валютно-финансовых отношений в Евразийском экономическом союзе // *Международный научно-практический журнал «Вестник Финансового университета»*. 2014. №6 (84). С. 92-100.