

*В.Я. Пищик, А.А. Прудникова*

### **ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА В КОНТЕКСТЕ ГЛОБАЛЬНЫХ СТРУКТУРНЫХ ТРАНСФОРМАЦИЙ И РЕЖИМА САНКЦИЙ<sup>1</sup>**

*В статье анализируются факторы, особенности и тенденции развития российского валютного рынка как составной части мирового валютного рынка в контексте глобальных финансовых дисбалансов, процессов деглобализации, нового протекционизма и санкционного режима в отношении России. Особое внимание уделено оценке влияния форм и методов управления международными валютными резервами на структуру российского валютного рынка, а также характеристике каналов воздействия актуальных условий функционирования российского валютного рынка на стратегию валютной политики.*

**Влияние финансовой глобализации на структурные трансформации мировой экономики.** С начала 2000-х годов мировой валютный рынок как сегмент мирового финансового рынка развивается в контексте глобализационных процессов в мировой экономике и ослабления регулирующей роли Международного валютного фонда. Под влиянием финансовой глобализации, усилившейся в период после мирового финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг., происходит структурная трансформация в мировой экономике от традиционной сберегательной (производительной) к преимущественно потребительской (финансовой) модели, основанной на долговой природе финансирования процесса воспроизводства. МВФ приоритетом своей регулирующей деятельности традиционно считает устранение крупных диспропорций счета текущих операций платежного баланса, в то время как гораздо более деструктивные последствия роста финансовых дисбалансов, хотя и признаются им как негативное явление, все же остаются вне сферы его пристального внимания и контроля.

Новый тип модели расширенного воспроизводства, основанной на долговой природе финансирования, обеспечивает быстрое наращивание потребительского кредитования за счет использования современных рыночных финансовых технологий без предварительного сбережения и инвестирования средств в производство. Результатом становится обострение глобальной долговой проблемы и растущее отвлечение ресурсов на обслуживание накопленных долгов. По данным Института международных финансов МВФ, в 2016 г. совокупный мировой долг увеличился на 11 трлн. долл. США и достиг 217 трлн. долл. США, или 325% внутреннего валового продукта, производимого в мире за год [1].

Обострению проблемы глобальных финансовых дисбалансов, влияющих на тенденции развития мирового валютного рынка, способствует политика количественного смягчения, проводимая в посткризисный период центральными банками стран со свободно используемыми валютами (ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии и Банка Японии). В годовом отчете Банка международных расчетов за 2014/2015 г. отмечается, что современное устройство мировой валютно-финансовой системы позволяет беспрепятственно транслировать последствия облегченных монетарных

---

<sup>1</sup> Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (проект №17-02-00347-ОГН «Разработка модели рационального валютно-финансового регулирования в России в контексте возросшей неустойчивости глобальных финансов»).

условий политики количественного смягчения в развитых странах на остальной мир. Согласно авторам доклада, напрямую к этому результату приводит международное использование резервных валют, а косвенным путем – целенаправленное проведение соответствующей внутренней денежно-кредитной политики [2]. С 2008 г. центральные банки развитых стран активно вливали в финансовые системы этих стран дополнительную ликвидность, легкодоступную для банков и компаний. К концу 2016 г. балансы ФРС и ЕЦБ стали сопоставимы по размеру, достигнув соответственно 3,9 трлн. евро и 3,3 трлн. евро. Результатом облегченного доступа кредитных организаций к ликвидности центральных банков стал постепенный, хотя и неустойчивый выход двух ведущих регионов из рецессии, наметилось также преодоление дефляции. Вместе с тем под влиянием происходящей трансформации роли центральных банков как независимых регуляторов, превращения их в прямых участников операций на финансовом рынке снижаются качество и эффективность их монетарной политики в средне- и долгосрочной перспективе. Меры нетрадиционной монетарной политики центральных банков ведущих регионов мира обусловили феномен так называемой «новой реальности» мировой экономики с границами возможностей стимулирования экономического роста с опорой на эти методы и без структурных реформ лишь на уровне 1,5-2,0% в год. При этом усиливаются риски операций на мировом валютном и финансовом рынках из-за снижения доверия к политике центральных банков, нарастания долговой проблемы, преимущественного направления легкополучаемой банками избыточной ликвидности на удовлетворение потребительского и спекулятивного спроса в ущерб инвестиционной активности в реальном секторе экономики.

**Тенденции развития мирового валютного рынка.** Финансиализация мировой экономики предопределяет бурный рост оборота операций на глобальном валютном рынке, который несопоставим по своим масштабам с объемами мирового ВВП и внешней торговли. В 2016 г. средний дневной оборот операций на мировом валютном рынке составил 5,067 млрд. долл. по сравнению с 1,239 млрд. долл. в 2001 г., увеличившись в четыре раза (табл. 1).

Таблица 1

Средний дневной оборот операций на мировом валютном рынке на апрель соответствующего года, млрд. долл. США

Валютный инструмент	2001 г.	2007 г.	2016 г.
Валютные инструменты, всего	1239	3324	5067
В том числе:			
операции СПОТ	386	1005	1655
операции АУТРАЙТ	130	362	700
валютный СВОП	656	1714	2378
процентный СВОП	7	31	82
опционы и другие продукты	60	212	254

Источник: [3, p. 9].

С начала 2000-х годов положение ведущих валют на мировом валютном рынке не претерпело радикальных изменений, хотя и наблюдается тенденция к некоторому снижению их доли в среднечасовом обороте при повышении роли валют развивающихся стран в международных валютных сделках, включая китайский юань и российский рубль (табл. 2). Совершенствуются методы и технологии проведения валютных операций.

На быстрый рост глобального валютного рынка оказывают значительное влияние: 1) увеличение числа электронных торговых площадок с использованием бир-

жевых роботов, на которые активно перемещаются обороты валютных операций с традиционных двусторонних внебиржевых рынков; 2) посттрейдинговые услуги с расчетами через клиринговые организации с развитыми системами управления расчетным и кредитным риском с использованием, например, института центрального контрагента (Centralcounterparties); 3) развитие процесса дезинтермедиации участников валютных операций, в результате которого провайдеры ликвидности получают прямой доступ к торговым системам (Directmarketaccess, DMA) без участия посредников в лице банков или брокеров.

Таблица 2

Изменения в географической структуре валютного рынка за 2001, 2016 гг.

Валюта	2001 г.		2016 г.	
	доля, %	место	доля, %	место
Доллар США	89,9	1	87,6	1
Евро	37,9	2	31,4	2
Японская иена	23,5	3	21,6	3
Британский фунт стерлингов	13,0	4	12,8	4
Австралийский доллар	4,3	7	6,9	5
Канадский доллар	4,5	6	5,1	6
Швейцарский франк	6,0	5	4,8	7
Китайский юань	0,0	0	4,0	8
Российский рубль	0,3	17	1,1	12

Источник: [3, p. 10].

Валютные рынки ведущих развивающихся стран, включая Россию, эволюционируют в русле глобальных тенденций, активно используя системы электронных валютных торгов, институты центрального контрагента, другие технологии упрощенного доступа клиентов к ликвидности валютного рынка. Существенным отличием является преобладающее значение биржевой торговли валютой в России на уровне более 50% по сравнению с незначительной ролью бирж на валютных рынках развитых стран. Это обусловлено тем, что в странах с развивающимся рынком, валюты которых отличаются повышенной курсовой волатильностью, биржа выполняет роль встроенного стабилизатора, позволяющего сглаживать последствия валютных кризисов, предоставляя финансовому регулятору рыночную площадку с высокотехнологичными механизмами управления валютным курсом.

К преимуществам биржевых торгов валютами стран с развивающимися рынками, включая российский рубль, относятся: высокая степень прозрачности биржевого рынка; благоприятные условия для вмешательства центрального банка в ход валютных торгов в целях поддержания курса национальной валюты в кризисных ситуациях; надежность проведения расчетов и возможность для участников рынка заключать сделки по оптимальной цене.

Мировой валютный рынок является наиболее чувствительной сферой системы мирохозяйственных отношений, весьма остро, непредсказуемо и болезненно реагирующей не только на экономические, финансовые кризисы и новые тенденции в сфере геополитики и геоэкономики, но и на изменения экономического курса руководства ведущих развитых стран, а также на введение санкций и антисанкций.

**Влияние тенденций деглобализации на мировые финансы и российский валютный рынок.** В настоящее время система мирохозяйственных отношений и мировой финансовый рынок как ее важнейший конструктивный элемент развиваются в парадигме отказа от глобализационной модели развития, с использованием новых форм протекционизма. Как отмечается в статье Президента РФ В.В. Путина в немецкой газете «Хандельсблатт», приуроченной к очередному саммиту Группы-20 (7-8 июля 2017 г., Гамбург): «Прежние экономические модели практически исчерпали себя, протекционизм

превращается в норму, а его скрытой формой становятся односторонние, политически мотивированные санкционные ограничения в торговле и инвестициях» [4].

Идеологической платформой новой республиканской администрации США является концепция перестройки системы управления ведущей экономики мира на основе принципов неопротекционизма и курса на реиндустриализацию. В перспективе, возможно, некоторое сужение сферы обращения доллара США как мировой резервной валюты. По мнению экспертов, в процессе практической реализации новой концепции следует ожидать определенных изменений в структуре и характере функционирования мировой валютно-финансовой системы. Проблема дальнейшей диверсификации структуры международных валютных резервов, поиска дополнительных надежных резервных активов стоит перед руководством МВФ, Группы-20 и других институтов реформирования мировой валютно-финансовой системы.

Под влиянием негативных последствий гипертрофированной финансиализации для американской экономики администрация Президента Д. Трампа направила усилия на реализацию программ реиндустриализации США, ориентированных на стимулирование внутренних производственных инвестиций, развитие энергетического сектора экономики, увеличение занятости, сокращение внутренних и внешних дефицитов. При этом в сфере монетарной политики ФРС акцентируется нейтрализация рисков возникновения и раздувания финансовых пузырей. За период с 14 декабря 2016 г. по 13 декабря 2017 г. ключевая процентная ставка ФРС повышалась четырежды – с 0,25-0,5% до 1,50%.

Реализация программы президента США по обеспечению энергетической самодостаточности и экспортной экспансии природного газа на внешние рынки уже сейчас оказывает значительное понижающее давление на мировые цены на нефть и газ, ослабляя возможности приобретения валютной выручки и уменьшая финансирование российской экономики, высокозависимой от сырьевого экспорта. Новые реалии деглобализации и реиндустриализации американской экономики с акцентом на реформирование энергетического сектора потребуют активизации регулирующего начала в системе международных валютно-финансовых отношений России. Повышенная волатильность курса российского рубля в сочетании с эффектом комплекса мер администрации США по повышению привлекательности зарубежных инвестиций в американскую экономику уже сейчас не только сдерживают приток долгосрочного иностранного капитала в Россию, но и усиливают отток ресурсов из страны в зарубежные активы. По данным Банка России, с января по май 2017 г. чистый вывоз капитала из России достиг 22,4 млрд. долл., тогда как за аналогичный период 2016 г. данный показатель составил 10,3 млрд. долл. [5].

Трансляция негативных последствий усиления оттока капитала из страны на российский валютный рынок реализуется, в частности, посредством операций carrytrade. Эти сделки связаны с масштабным притоком спекулятивного капитала в расчете на получение быстрой и высокой прибыли на разнице между близкими к нулевому уровню процентными ставками, поддерживаемыми центральными банками развитых стран, и до последнего времени двузначными значениями этих ставок в России. Следствием высокого спроса на рубли по операциям carrytrade доллар/рубль стало не обоснованное фундаментальными факторами увеличение объема конверсионных операций с рублем и активами на российском валютном рынке, а также неоправданное укрепление российского рубля, которое в последнее время сменилось его существенным ослаблением вследствие неблагоприятной конъюнктуры мирового энергетического рынка и увеличения оттока «горячих» денег за рубеж. Новые реалии глобального контекста функционирования российской экономики во многом определяют особенности и тенденции развития российского валютного рынка.

**Особенности и тенденции развития российского валютного рынка.** В истории российского валютного рынка в период после кризиса 2008-2009 гг. условно можно выделить три этапа развития с характерными особенностями по объему, структуре и месту проведения операций с иностранной валютой.

На начальном этапе, в период до 2010 г., под влиянием валютной либерализации произошло увеличение доли российского внебиржевого рынка в валютных сделках с рублем с 52% в 2008 г. до 65% в 2010 г. и соответственно – снижение активности рублевых операций на Московской бирже (с 26% до 21%) и на Лондонском финансовом рынке (с 22% до 14%). На втором этапе с 2010 г. особенностью концентрации места проведения рублевых валютных операций, связанной с либерализацией валютного законодательства, стало значительное увеличение доли операций СПОТ и СВОП по паре «доллар/рубль» на Лондонском финансовом рынке – с 14% в 2010 г. до 35% в октябре 2014 г., что составило в абсолютном выражении 27 млрд. долл. среднедневного оборота торгов. Третий этап, начавшийся с 2014 г. и во многом связанный с введением антироссийских экономических санкций, характеризуется тем, что подавляющий объем сделок с рублем заключается на биржевом и внебиржевом сегментах российского валютного рынка. Среднедневной объем межбанковских кассовых конверсионных операций с рублем российских банков (на биржевом и внебиржевом сегментах рынка) за период с января 2016 г. по апрель 2017 г. возрос с 36,8 млрд. долл. до 47,7 млрд. долл.

В секторальной структуре российского валютного рынка доля биржевого сегмента имеет тенденцию к росту, что является характерной особенностью концентрации места проведения валютных операций с национальной валютой для стран с развивающейся экономикой, включая Россию. Если в целом на международном валютном рынке доля биржевых операций составляет лишь десятую часть общего объема конверсионных валютных операций, то в Российской Федерации, напротив, доля валютных сделок на Московской бирже является преобладающей и имеет тенденцию к росту – с 22% в конце 2011 г. до 57% на конец мая 2017 г. (табл. 3). В структуре операций по срокам преобладают сделки СВОП, тогда как доля операций СПОТ только за период с июля 2016 г. по апрель 2017 г. снизилась с 29% до 19% (табл. 4).

Таблица 3

Динамика биржевой торговли на российском межбанковском валютном рынке в 2011-2017 гг.

Вид операции	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г., май
Средний дневной объем торгов, млрд. долл.	12	15	19	24	20	20	25
Доля операций на Московской бирже, %	22	26	31	42	49	53	57

Источник: [6, с. 3].

Таблица 4

Динамика среднедневного объема операций на российском валютном рынке, включая биржевой сегмент в июле 2016 г. – апреле 2017 г.

Вид операций	07.16	08.16	09.16	10.16	11.16	12.16	01.17	02.17	03.17	04.17
СПОТ, млрд. долл.	5,7	5,3	5,8	5,4	6,5	5,5	4,9	5,6	6,2	5,1
СВОП, млрд. долл.	13,5	11,8	13,7	14,2	12,6	17,2	14,2	20,3	22,5	21,4
Доля операций СПОТ, %	29	31	30	28	34	24	26	22	22	19

Источник: [6; с. 3].

Одним из следствий введения западных санкций в отношении российских компаний и банков стал рост спроса на рубли на внутреннем валютном рынке. До введения антироссийских санкций операции по конвертированию долларовой экспортной выручки, например в евро, осуществлялись, как правило, на зарубежных валютных рынках. В большинстве сделок «доллар/евро» одним из контрагентов являлся банк-нерезидент. С введением санкционного режима многие иностранные банки ограничили операции с российскими контрагентами по паре «доллар/евро». Снизилась также доля данной пары валют в конверсионных операциях российских банков. Результатом воздействия санкционного режима на российский валютный рынок стал дополнительный спрос на рубли. В течение 2014-2016 гг. доля рубля в общем обороте российского валютного рынка находится на исторических максимумах в коридоре 75-85% по сравнению с 47% в 2008 г. [7]. Ограничение доступа российских заемщиков на зарубежные финансовые рынки проявилось также в снижении доли конверсионных операций с рублем на Лондонской финансовой площадке. За период с октября 2014 г. по апрель 2016 г. среднесуточный объем сделок по паре доллар/рубли на рынке Великобритании сократился с 27 млрд. долл. до 17,7 млрд. долл., увеличившись на конец октября того же года до 21,1 млрд. долл. [3].

**Влияние новых тенденций в управлении международными валютными резервами на структуру российского валютного рынка.** Следствием курса новой администрации США на деглобализацию и реиндустриализацию американской экономики становится перспектива сужения обращения доллара в международном обороте и актуальность диверсификации структуры международных валютных резервов, поиска дополнительных надежных резервных активов. Новые реалии требуют от центральных банков, в том числе от Банка России, новых подходов к оптимизации структуры международных валютных резервов.

Банк России управляет валютными активами в целях нивелирования валютного, финансового и странового рисков путем рационального распределения активов по валютам, финансовым инструментам и странам, а также с учетом имеющихся у Банка России обязательств (табл. 5<sup>2</sup>).

Таблица 5

Распределение валютных активов Банка России по видам, %

Дата	Доллар США	Евро	Фунт стерлингов	Прочие
На 31.12. 2012 г.	45,9	39,6	9,0	5,5
На 31.12. 2015 г.	41,7	32,5	8,7	17,1
На 31.12. 2016 г.	40,4	32,2	7,6	19,8

Источники: [8; 9, с. 61].

В целях нивелирования валютных рисков Банк России, во-первых, определяет перечень так называемых разрешенных валют, и во-вторых, устанавливает целевые доли валют в чистых валютных активах и ограничивает величину допустимых отклонений от них<sup>3</sup>. В последнее время наблюдается высокая нестабильность в использовании доллара США и евро в качестве денежных единиц номинирования валютных активов. Если в начале 2015 г. лидерство принадлежало евро с долей в резервах 46,1% по сравнению с долей доллара 39,6%, то на 30 июня 2016 г. удельный

<sup>2</sup> Валютный риск обусловлен риском снижения стоимости чистых (за вычетом обязательств) валютных активов в результате изменений курсов иностранных валют.

<sup>3</sup> К разрешенным валютам относятся валюты, в которых номинированы резервные валютные активы Банка России, включая требования Банка России к иностранным контрагентам и принадлежащие Банку России ценные бумаги иностранных эмитентов. Состав разрешенных валют регулярно пересматривается и на 30 сентября 2016 г. к ним относятся: доллары США, евро, фунт стерлингов, канадский доллар, японская иена, австралийский доллар и впервые – китайский юань.

вес доллара США вновь вернулся на первую позицию и составил 48,3% по сравнению с долей евро 35,7%. По данным Банка России, в начале 2017 г. доля доллара США в валютных активах вновь снизилась до 40,4%.

Важным показателем рациональности размещения валютных активов является их страновое размещение в ценные бумаги в зависимости от степени их надежности (табл. 6).

Таблица 6

Географическое распределение валютных активов Банка России по критерию местонахождения юридических лиц-контрагентов или эмитентов ценных бумаг, %

Страна	31.12.2010 г.	31.12.2012 г.	31.12.2015 г.	31.12.2016 г.
США	40,0	34,4	24,2	23,1
Франция	18,0	29,1	20,0	15,6
Германия	23,0	18,4	11,8	15,7
Великобритания	9,0	9,0	6,6	5,2
Япония	-	0,9	1,4	3,4
Канада	-	2,7	2,9	2,3
Россия	1,0	1,1	9,6	8,2
МФО	-	1,5	5,0	4,3
Прочие страны (Дания, Норвегия, Австралия, КНР и др.)	9,0	2,8	6,3	7,1

Источники: [8; 9, с. 63].

Наиболее существенные изменения в географическом распределении валютных активов Банка России связаны со значительным уменьшением доли вложений в долговые обязательства США (с 40% на 31.12.2010 г. до 23% на 31.12.2016 г.), а также снижением доли валютных активов Банка России, размещенных на территории ведущих стран – членов Евросоюза, прежде всего Франции и Германии. Другое значимое структурное изменение связано с перемещением России в течение 2015-2016 гг. на четвертую позицию, которую ранее занимала Германия. Это стало результатом проведения Банком России операций по предоставлению ликвидности в иностранной валюте российским кредитным организациям (сделки РЕПО и кредиты в иностранной валюте). Кроме того, в 2016 г. впервые Банк России разместил валютные активы в китайских юанях с долей 1% в общей сумме размещенных активов. Представляется целесообразным в новых условиях более оперативно пересматривать доли иностранных долговых обязательств в валютных активах Банка России, в зависимости от активности участия государств-эмитентов ценных бумаг в международных финансово-экономических отношениях России, а также с учетом санкционных рисков со стороны этих государств. По мере развития сотрудничества России с Китаем создаются предпосылки для более активного увеличения доли китайских юаневых активов в составе международных валютных резервов Банка России и в структуре операций на российском валютном рынке.

В целом изменения в методах управления международными валютными резервами подтверждают тесную взаимосвязь данного направления валютной политики Банка России со структурными изменениями на российском валютном рынке в аспекте выбора соотношения пар торгуемых валют, инвестирования в различные виды финансовых инструментов и их географического распределения в зависимости от степени их надежности.

**Влияние новых условий функционирования российского валютного рынка на стратегию валютной политики.** Повышенная курсовая волатильность рубля и перепады оттока/притока спекулятивного капитала на российском рынке в сочетании с сохранением и даже возможным усилением санкционного режима в отношении России объективно требуют пересмотра национальной валютно-финансовой стратегии

страны [10]. В глобальном контексте функционирования российской экономики нынешняя полная либерализация валютного и финансового рынка делает его уязвимым к условиям болезненной структурной перестройки международной торговли и глобального финансового рынка с непредсказуемыми последствиями для экономики страны.

В соответствии с действующей стратегией денежно-кредитной политики Банк России с 10 ноября 2014 г. использует режим плавающего валютного курса, при котором курс иностранной валюты к рублю определяется соотношением спроса на иностранную валюту и ее предложения на валютном рынке. Это означает, что Банк России в нормальных условиях не совершает валютных интервенций с целью влияния на динамику курса рубля. Однако в случае возникновения чрезвычайных ситуаций ЦБ РФ может проводить нерегулярные валютные интервенции для сглаживания чрезмерной волатильности валютного курса рубля. Согласно позиции Банка России, плавающий курс действует как «встроенный стабилизатор» экономики, помогая ей адаптироваться к меняющимся внешним условиям, сглаживая воздействие на нее внешних факторов.

В последние годы Банк России постепенно снижает ключевую процентную ставку, однако она по-прежнему находится на практически недоступном для многих заемщиков уровне (8,5% с 18 сентября 2017 г.). Сохранение высокой ключевой ставки Банка России направлено на сокращение темпа инфляции до целевого уровня 4%, косвенно способствуя поддержанию внешней устойчивости курса рубля. Банк России в своих аналитических документах приводит аргументацию в пользу укрепления внешних позиций рубля, полагая, что «политика слабой валюты тормозит рост производительности труда..., ограничивает производственные возможности экономики» [11, с.10].

Однако под воздействием внешних шоков, обусловленных резкими колебаниями цен на нефть, санкционным режимом в отношении России, другими факторами, валютный курс рубля подвержен высокой волатильности. В 2016 г. – первой половине 2017 г. происходили резкие перепады динамики курса российского рубля – от рекордно низкого уровня 83,59 руб./долл. США 22 января 2016 г. до 55,89 руб./долл. США 6 апреля 2017 г. В конце июня 2017 г. курс рубля преодолел психологическую отметку в 60 руб./долл. и, по прогнозу экспертов, его снижение продолжится вслед за ослаблением конъюнктуры на мировом энергетическом рынке.

Большинство представителей реального сектора экономики считают основным критерием эффективности валютной политики относительную устойчивость валютного курса и сохранение его в пределах, определяемых фундаментальными экономическими факторами. Это обеспечит прогнозируемость деятельности российских предприятий и зарубежных партнеров, позволит поддерживать рост российской экономики и проводить структурные изменения.

К настоящему времени в финансовом и экономическом блоках правительства сложился консенсус об оптимальных границах коридора колебаний курса рубля к доллару в пределах 59-65 руб./долл. США, который обеспечивал бы относительно приемлемые условия экономического развития и финансовой устойчивости. Как заявил в декабре 2016 г. в интервью каналу «Россия 24» министр финансов Российской Федерации: «для нашей промышленности, которая уже привыкла к курсу 65 рублей за доллар, дальнейшее укрепление приведет к снижению конкурентоспособности. Думаю, что дополнительные курсовые колебания, даже в сторону укрепления курса рубля, нам сейчас ни к чему» [12]. В марте 2017 г. заместитель министра промышленности и торговли РФ оценил как оптимальную для российских промышленных предприятий стабилизацию курса рубля на уровне 60-65 руб./долл. В этом случае, по его мнению, «компании получают возможность проводить инвестиционные программы, а в долгосрочной перспективе «непереукрепленный



рубль» создаст базу для проектов в сфере импортозамещения, в том числе для локализации производств в России» [13].

Важно также учитывать особенности трансмиссии антиинфляционной политики Банка России на экономический рост. По мнению представителей экспертного сообщества, ускоренное снижение темпа инфляции – с 5,4% в 2016 г. до 4,1% в годовом исчислении к концу первого полугодия 2017 г. происходило вследствие снижения инвестиционного и потребительского спроса, во многом обусловленного сохранением высоких процентных ставок<sup>4</sup>.

Современная российская экономика с высокой степенью открытости и ориентацией на экспорт преимущественно энергоносителей не готова к рискам свободного плавания курса рубля. Практика подтверждает необходимость его регулирования в интересах национальной безопасности. Как отмечается в Стратегии национальной безопасности Российской Федерации, утвержденной 31 декабря 2015 г., в целях противодействия угрозам экономической безопасности страны необходимо проводить политику, предусматривающую «укрепление финансовой системы, обеспечение ее суверенитета, устойчивости валютного курса рубля, оптимизацию валютного регулирования и контроля...» [14].

Представляется логичным в сложившейся ситуации проводить стратегию таргетирования инфляции в сочетании с режимом управляемого плавающего валютного курса. В практическом плане предлагается для поддержания ценовой устойчивости использовать не точечный целевой ориентир по темпу инфляции (4%), а его интервальное значение (например, в пределах 4-6%). Одновременно следует перейти к таргетированию валютного курса в определенных пределах (например, 59-65 руб./долл. США) с возможной коррекцией границ коридора в случае значительных резких изменений внешнеэкономических условий. Это позволило бы снизить курсовую волатильность рубля и валютные риски контрагентов, повысить прогнозируемость долгосрочных внешнеэкономических контрактов для субъектов хозяйственной деятельности, обеспечить относительный баланс между конкурентоспособным экспортом и затратами на импорт зарубежного оборудования и современных технологий.

Реализация скорректированной стратегии монетарной политики с акцентом на таргетирование валютного курса рубля в заданных пределах при сохранении более мягкой целевой установки по инфляции вполне достижима без значительных затрат за счет рационализации управления официальными валютными резервами и временного избирательного использования мер государственного валютного регулирования в периоды повышенной курсовой волатильности. Важным условием соблюдения режима мягко регулируемого обменного курса рубля является в современных условиях усиление роли валютного регулирования и контроля, в связи с чем возникает проблема формирования оптимальной валютной политики, которая способствовала бы развитию как экспортно-ориентированных отраслей экономики, так и отраслей, ориентированных на внутренний рынок, в частности импортозамещающих производств.

Одним из критериев оптимальности валютной политики является создание условий для «купирования» резких перепадов в динамике оттока и притока капитала в страну, отражаемых по счету финансовых операций платежного баланса. В 2017 г. чистый отток капитала из России составил 31,3 млрд. долл., по сравнению с 15,4 млрд. долл. в 2016 г. и 57,5 млрд. долл. в 2015 г. Прогнозируется отток вложений нерезидентов в российские ОФЗ под влиянием санкций, который повлечет за собой ослабление позиций по счету финансовых операций платежного баланса и

<sup>4</sup> Обратной стороной высоких процентных ставок стал масштабный приток иностранного спекулятивного капитала в Россию в расчете на получение по операциям *carrytrade* быстрой и высокой прибыли. Приток спекулятивного капитала может в любой момент смениться его оттоком в случае резкого ослабления курса рубля.

как следствие повышение курсовой волатильности российского рубля. Как считает Д. Полевой, главный экономист ING Bank по России и СНГ, «при приближении валютной прибыли экономики к нулю, курс рубля становится заложником «горячих денег», которые текут в Россию для игры на высокой ставке Центробанка: если потоки развернутся вспять, рублю грозит падение» [15]. По мнению экспертов, в этих условиях «детонатором» негативных событий на внутреннем финансовом рынке рискует стать возможный запрет на покупку российского суверенного долга, который в рамках закона о санкциях поручено проработать Минфину США.

\* \* \*

Ключевые проблемы валютного регулирования и валютного контроля в России связаны с нормативно-правовой базой и деятельностью агентов валютного контроля. Механизм взаимоотношений субъектов валютного контроля нуждается в тщательной проработке, необходимо совершенствовать его информационную основу, в том числе упростить обмен информацией между участниками. Следует доработать основные документы, регламентирующие порядок валютного контроля, совершенствовать правовые нормы незаконного вывода денежных средств за границу, расширить полномочия органов и агентов валютного контроля по противодействию полу- и нелегальному перемещению капитала.

В целом предлагаемые решения в условиях глобальных финансовых дисбалансов, процессов деглобализации, нового протекционизма и санкционного режима в отношении России вполне закономерны. Ограничения валютных рисков экономики и финансового сектора, снижение процикличности притоков капитала, сдерживание формирования долговой нагрузки, особенно валютной, могут обеспечить оптимальную комбинацию параметров финансового рынка и создать условия для долгосрочного экономического роста России.

### Литература

1. Institute of International Finance / Global Debt Monitor – January 2017. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.iif.com/publication/global-debt-monitor/global-debt-monitor-january-2017>.
2. Bank for International Settlements. 85-th Annual Report. 1 April 2014 – 31 March 2015. Basel, 28 June 2015. P. 94. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.pdf>.
3. Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2016. BIS, September 2016. Pp. 9, 10.
4. Статья Владимира Путина в немецкой газете «Хандельсблатт», 6 июля 2017 года. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://kremlin.ru/events/president/news/54988>.
5. Банк России. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/>. Московская биржа. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.moex.com>.
6. Московская биржа, MOEX / FX&MONEY MARKET\ report 10 апреля – 14 мая 2017, с. 3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.moex.com>.
7. <http://www.finanz.ru/novosti/aktsii/minfin-bet-trevogu-iz-za-novykh-maksimov-rublya-1001632949>.
8. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Вып. 2 (23), 2012. С. 8, 9; № 4 (36), 2015. С. 7; № 3(42), 2017. С. 9.
9. Годовой отчет Банка России за 2014 год, 2015. С. 61, 63.
10. Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К. Финансы и кредит в стратегии экономического развития РФ и структурно-инвестиционной политике // Проблемы прогнозирования. 2017. № 6. С.3-16.
11. Валютный курс и конкурентоспособность экономики. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России. № 6 Май 2017, с. 10-11, [https://www.cbr.ru/ec\\_research/](https://www.cbr.ru/ec_research/).
12. <http://www.interfax.ru/business/>
13. <http://www.newsru.com/finance/01mar2017/optimalrur.html>.
14. Стратегия национальной безопасности Российской Федерации. Утверждена Указом Президента Российской Федерации от 31 декабря 2015 г., № 683, с. 20. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.rbc.ru/politics/31/12/2015/56853c5f9a794796c5eeca1b>.
15. <http://www.finanz.ru/novosti/valyuty/valyutnaya-pribyl-rossiyskoy-ekonomiki-obvalilas-do-minimuma-za-14-let-1002365956>.