

DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-26-38

УДК 336(075.8)(045)

JEL E44, F21, G15, G24, K34



Сценарный анализ стратегий развития российского валютного рынка

Е.А. Звонова

Финансовый университет,

Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования – прогнозирование стратегий развития валютного сектора российского финансового рынка в новых геоэкономических условиях, а также в контексте реформирования международной валютно-финансовой системы и введения санкций на российские трансакции на международном финансовом рынке.

Актуальность этой проблемы обусловлена волатильностью рубля и сильными колебаниями в значениях макроэкономических переменных после 2014 г.

Цель статьи – разработка сценарной модели развития российского валютного рынка на ближайшие три года на основе построения трех сценарных прогнозов: оптимистического, пессимистического и консервативного.

Разработана сценарная модель развития валютного рынка Российской Федерации методом наложения сценариев развития экономики страны на сценарии развития валютного рынка с оценкой возможного влияния развития валютного рынка на другие сегменты национального финансового рынка. Модель строится на данных международной статистики о макроэкономических переменных, состоянии платежного баланса России, а также на проведенном сравнительном анализе показателей развития национальных экономик стран, экспортирующих сырье, и национальной экономики России. Для агрегирования информации и ее приведения в единый формат разработана информационно-логическая модель формирования информационной базы исследования.

Полученная сценарная модель развития валютного сектора российского финансового рынка обладает высокой прогностической способностью. В статье *делается вывод* о том, что на основе разработанной сценарной модели валютный сектор финансового рынка Российской Федерации в ближайшие три года будет достаточно устойчивым, что должно учитываться Банком России при принятии решений о проведении политики валютного курса и создании международных валютных резервов.

Ключевые слова: финансовый рынок; валютный сектор финансового рынка; трансграничное движение капитала; платежный баланс; валютный курс; инфляция; экспорт; природная рента

Для цитирования: Звонова Е.А. Сценарный анализ стратегий развития российского валютного рынка. *Экономика. Налоги. Право.* 2018;11(6):26-38. DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-26-38

Scenario Analysis of the Russian Forex Market Development Strategies

E.A. Zvonova

Financial University,

Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>

ABSTRACT

The subject of the research is the foresight into development strategies of the foreign exchange sector of the Russian financial market under the new geo-economic conditions and in the context of the international monetary system reform and sanctions on Russian transactions in the international financial market.

The relevance of the problem is caused by the ruble volatility and strong fluctuations in the values of macroeconomic variables after 2014.

The purpose of the research was to develop a scenario model for the development of the Russian forex market for the next three years based on three scenario forecasts: optimistic, pessimistic and conservative.

A scenario model of the Russian foreign exchange market development *was built* by superimposing scenarios of the

national economy development on the forex market development scenarios along with assessment of the possible impact of the forex market development on other national financial market segments.

The model is based on international macroeconomic variables statistics, the state of Russia's payment balance and also on a comparative analysis of the development indices of national economies of raw materials exporting countries and the national economy of Russia. For data aggregation and reduction to a single format, an information-logical model for formation of the research information base was developed.

The obtained scenario model for the development of the Russian financial market forex sector has a high predictive capability. The paper *concludes* that, based on the scenario model, the forex sector of the Russian financial market will be fairly stable over the next three years, which should be taken into account by the Bank of Russia when making decisions on the forex policy and creation of international currency reserves.

Keywords: financial market; financial market forex sector; cross-border capital flows; payment balance; exchange rate; inflation; export; natural rent

For citation: Zvonova E.A. Scenario Analysis of the development strategies of the Russian forex market. *Economics, taxes & law*. 2018;11(6):26-38. DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-26-38

ВВЕДЕНИЕ

Валютный сектор российского финансового рынка играет ключевую роль в национальной финансовой системе ввиду того, что он связан с другими секторами финансового рынка — банковским, страховым, фондовым, опосредуя трансформацию внешних финансовых ресурсов во внутренние ресурсы. В условиях экономической стагнации и устойчивых негативных трендов на фондовом сегменте российского финансового рынка после 2008 г. для финансовых институтов и представителей нефинансового сектора (предприятий) валютные активы представляют собой один из способов доходного вложения собственных и заемных средств.

Домохозяйства, несмотря на высокую эффективность общей стратегии Банка России по дедолларизации экономики, хранят существенную часть сбережений в наличной и безналичной валюте. Величины валютного курса и официальных резервов находятся под постоянным контролем Банка России с учетом того, что значительная часть доходов бюджета формируется из экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Согласно бюджетному правилу Правительство РФ при цене на нефть марки *Urals* выше примерно 40 долл. США за баррель направляет дополнительные (сверх рассчитанных при данной цене нефти) доходы бюджета от экспорта энергоносителей на пополнение резервов в валюте. Поэтому для его пополнения Банк России по поручению Минфина России скупает валюту за рубли, обуславливая понижение курса рубля из-за этого дополнительного спроса.

Для обеспечения стабильности валютного курса рубля, что является целью валютного регулирования в соответствии с законодательством и стратегией

национальной безопасности Российской Федерации¹, Банк России совершает валютные интервенции, управляет ставкой рефинансирования и предложением денег.

В целом необходимо отметить, что после кризиса 1998 г., когда были приняты экстраординарные меры по защите национального финансового рынка и его валютного сектора рынка, в том числе ужесточение правил конвертации валюты для нерезидентов, обязательная продажа 75% валютной выручки экспортеров и др., в условиях экономического роста 1999–2008 гг., обеспеченного благоприятной экспортной конъюнктурой на мировых рынках сырьевых товаров и притоком иностранных инвестиций благодаря росту реальных доходов, монетарные власти страны обеспечили значительную либерализацию валютного рынка, в целом придерживаясь законодательно установленных принципов валютного регулирования: приоритета экономических мер в реализации государственной политики в области валютного регулирования и исключения неоправданного вмешательства государства и его органов в валютные операции резидентов и нерезидентов².

Важной проблемой валютного регулирования остается его ориентация на финансовый, а не на нефинансовый (производственный) сектор национальной экономики. Очевидно, что обоснованная валютная политика должна балансировать

¹ Стратегия национальной безопасности Российской Федерации. Утверждена Указом Президента Российской Федерации от 31.12.2015 № 683.

² Валютный курс и конкурентоспособность экономики. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России. 2017;(6) май:10–11. URL: /https://www.cbr.ru/ec_research.

Таблица 1/ Table 1

Экономический рост и доля ренты природных ресурсов в ВВП России / Economic growth and share rents natural resources in Russia's GDP

Показатель / Indicator	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	18,1	14,2	13,9	16,1	15,2	13,4	13,4	10,0	11,5	..
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	5,2	-7,8	4,5	5,3	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,5

Источник / Source: составлено автором по данным Всемирного банка / compiled by the author / based on the World bank data. URL: www.worldbank.org (дата обращения: 17.05.2018).

интересы финансового сектора и иностранных инвесторов, заинтересованных в «сильном» рубле, с одной стороны, и потребности экспортоориентированных предприятий, с другой стороны. Российский рубль в настоящее время имеет статус свободно конвертируемой валюты, однако он не является международной валютой. В качестве международного средства обращения и платежа российские предприятия используют иностранную валюту. Таким образом, стабильность валютного курса рубля и пополнение международных валютных резервов обеспечиваются за счет положительного сальдо текущих операций или чистого притока зарубежного частного капитала в страну. Привлечение на российский финансовый рынок иностранного капитала в современных геополитических условиях противостояния с ведущими странами Запада практически невозможно прежде всего с точки зрения обеспечения экономического суверенитета России [1].

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Базовая модель российской экономики. В результате экономического бума 1999–2008 гг., вызванного высокими ценами на сырье на мировых товарных рынках и притоком иностранных инвестиций в Российскую Федерацию, сформировались две ключевые характеристики российской экономики: ее значительный масштаб [в рейтинге стран 2017 г. по номинальному ВВП страна занимает 11-е место по ВВП, по паритету покупательной способности (далее — ППС) — 6-е место] и высокая зависимость макроэкономических показателей от экспорта природных ресур-

сов (корреляция между темпами роста ВВП и долей природной ренты в ВВП составляет 0,737 — рассчитано по данным *табл. 1*)⁵ [4].

Несмотря на сложившиеся особенности российской экономики, представляется целесообразным сопоставить ее базовые характеристики с аналогичными национальными экономическими системами с крупным сырьевым сектором: Австралией, Бразилией, Канадой, Нигерией и Саудовской Аравией (*табл. 2*)⁴.

Среди представленных в *табл. 2* стран лидируют Австралия и Канада в отношении уровня жизни, но они менее зависимы от природной ренты и имеют переоцененные к общемировым показателям значения валюты, темпы роста их экономики ниже общемировых, инфляция находится под контролем. Бразилия по доходам на душу населения отстает от России, ее доходы от природной ренты опережают показатели Канады, но отстают от австралийских, валютный курс относительно завышен, что, с одной стороны, нетипично для развивающихся стран, использующих ценовые преимущества, а с другой стороны, создает условия для низкой экспортной квоты страны: завышенный курс привлекателен для иностранных инвесторов, однако темпы роста экономики отстают от среднемировых. Экономика Нигерии — наименее крупная из рассмотренных по масштабам и наиболее отсталая с точки зрения ВВП на душу населения страна. Она исторически более зависима от экспорта нефти и не поставляет

⁵ Бюллетень АКРА. Рецессия закончилась. Что дальше? Экономика России: уточнение прогноза до 2021 года. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/191> (дата обращения: 12.05.2018).

⁴ Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2018. BIS, September 2018, p. 9.

Таблица 2 / Table 2

Базовые показатели национальных экономик стран, сопоставимых с Россией / Basic indicators of the national economies compared with Russian economy

Страна, показатель / Country, indicator	Среднее значение показателя / The average value of indicator	
	1998–2017	2009–2017
Австралия – ВВП на душу населения по ППС в 2017 г. 47046,67 долл. США / <i>Australia – GDP per capita at PPP in 2017, \$ 47046.67</i>		
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	5,8	7,5
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	3,1	2,5
Степень заниженности/завышенности валютного курса к паритетному (за вычетом общемировых показателей)* / Degree of minimizing /maximizing of exchange rate to par value (excluding global indicators)	38,5	61,1
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	20,1	20,8
Инфляция, ИПЦ**, % / Inflation%	2,6	2,2
Бразилия – ВВП на душу населения по ППС в 2017 г. 15 483,54 долл. США / <i>Brasilia – GDP per capita at PPP in 2017, \$ 15 483.54</i>		
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	3,7	4,0
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	2,3	1,2
Степень заниженности/завышенности валютного курса к паритетному (за вычетом общемировых показателей) / Degree of minimizing/maximizing of exchange rate to par value (excluding global indicators)	-15,0	0,6
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	12,3	11,7
Инфляция, ИПЦ, % / Inflation %	6,5	6,5
Канада – ВВП на душу населения по ППС 2017 г. в 46 377,65 долл. США / <i>Canada – GDP per capita at PPP in 2017, \$ 46 377.65</i>		
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	3,3	2,2
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	2,4	1,8
Степень заниженности/завышенности валютного курса к паритетному (за вычетом общемировых показателей) / Degree of minimizing/maximizing of exchange rate to par value (excluding global indicators)	29,6	40,7
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	34,8	30,4
Инфляция, ИПЦ, % / Inflation %	1,9	1,5
Нигерия – ВВП на душу населения по ППС в 2017 г. 5860,85 долл. США / <i>Nigeria – GDP per capita at PPP in 2017, \$ 5860.85</i>		

* Общемировой ВВП в номинальном выражении ниже общемирового ВВП по ППС, в расчетах данная величина вычтена из отношения странового ВВП в номинальном выражении к ВВП по ППС.

** Индекс потребительских цен.

Окончание табл. 2 / End of Table 2

Страна, показатель / Country, indicator	Среднее значение показателя / The average value of indicator	
	1998–2017	2009–2017
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	21,4	12,3
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	6,2	4,2
Степень заниженности/завышенности валютного курса к паритетному (за вычетом общемировых показателей) / Degree of minimizing /maximizing of exchange rate to par value (excluding global indicators)	-40,8	-26,8
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	31,1	21,9
Инфляция, ИПЦ, % / Inflation%	11,4	11,2
Российская Федерация – ВВП на душу населения по ППС, 25 533 долл. США / Russian Federation – GDP per capita at PPP in 2017, \$ 25 533		
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	15,2	13,5
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	3,5	0,7
Степень заниженности/завышенности валютного курса к паритетному (за вычетом общемировых показателей) / Degree of minimizing /maximizing of exchange rate to par value (excluding global indicators)	-27,9	-20,8
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	31,8	27,2
Инфляция, ИПЦ, % / Inflation%	16,3	8,6
Саудовская Аравия – ВВП на душу населения по ППС в 2017 г. 53 844,74 долл. США / Saudi Arabia – GDP per capita at PPP in 2017, \$ 53 844.74		
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	38,0	38,6
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	3,3	3,3
Степень заниженности/завышенности валютного курса к паритетному (за вычетом общемировых показателей) / Degree of minimizing/maximizing of exchange rate to par value (excluding global indicators)	-35,0	-27,5
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	46,4	44,9
Инфляция, ИПЦ, % / Inflation, %	2,4	3,9
<i>Мир в целом / Global world</i>		
Природная рента (% от ВВП) / Natural rent (% of GDP)	2,8	3,3
Ежегодный рост ВВП, % / Annual GDP growth, %	2,9	2,5
Доля экспорта товаров и услуг в ВВП, % / The share of exports of goods and services in GDP, %	28,0	29,4
Инфляция, ИПЦ, % / Inflation, %	3,8	2,9

Источник / Source: составлено автором по данным Всемирного банка / compiled by the author / based on the World bank data. URL: (дата обращения: 17.05.2018).

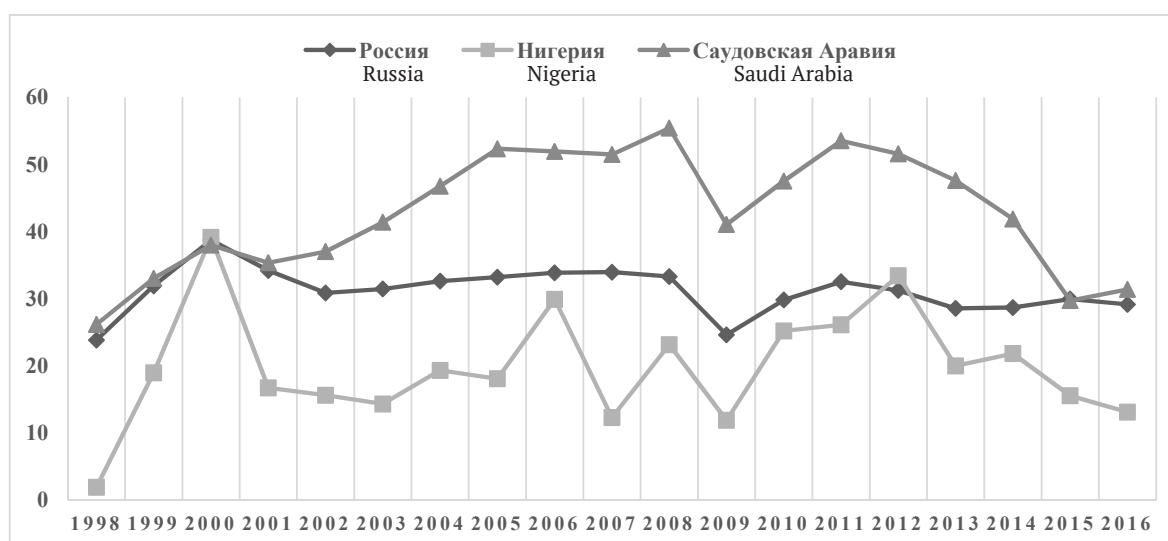


Рис. 1 / Fig. 1. Валовые внутренние сбережения развивающихся экономик, ориентированных на экспорт нефти, % от ВВП / Gross domestic savings of developing economies, export-oriented oil, % of GDP

Источник / Source: Всемирный банк / World bank. URL: www.worldbank.org (дата обращения: 17.05.2018).

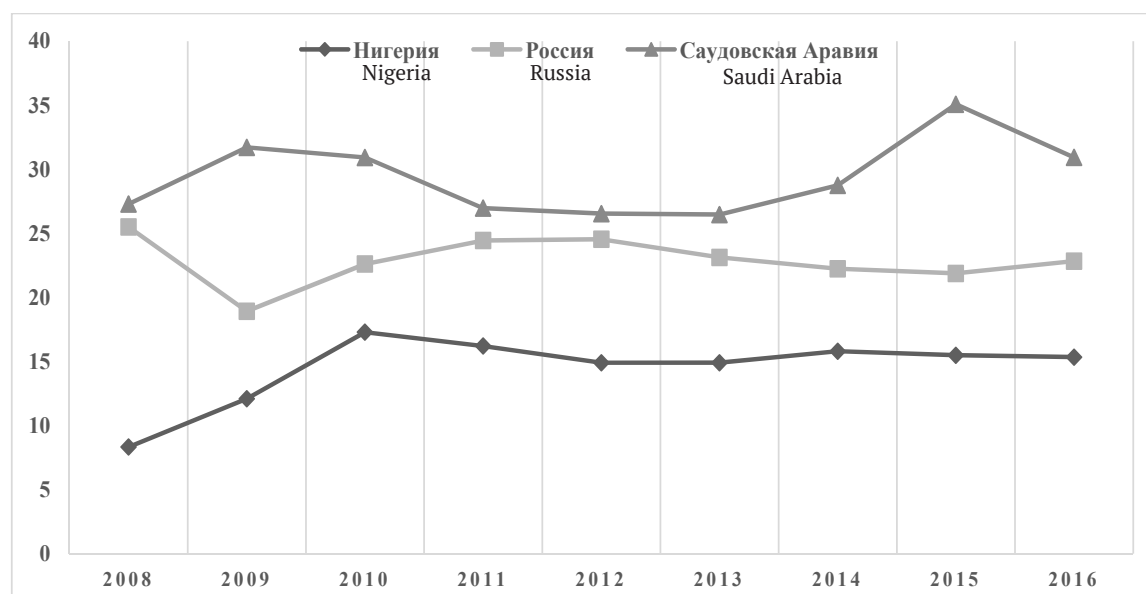


Рис. 2 / Fig. 2. Валовые инвестиции, % от ВВП / Gross investment, % of GDP

Источник / Source: Всемирный банк / World bank. URL: www.worldbank.org (дата обращения: 17.05.2018).

на мировой рынок другие природные ресурсы. Тем не менее экономика Нигерии растет наибольшими темпами, несмотря на практически двукратное падение доли природной ренты в ВВП и высокую инфляцию (рис. 1, 2).

Как следует из данных, приведенных в табл. 2, наиболее близкой к национальной экономической модели Российской Федерации является экономи-

ка Саудовской Аравии, хотя ее отличает не только более высокий доход на душу населения и низкая инфляция, но и высокие темпы роста по сравнению с общемировыми показателями. Саудовская экономика продолжает быть существенно зависимой от природной ренты, является более открытой, чем российская экономика, а курс национальной валюты (арабского риала) к доллару США занижен

**Относительная структура платежного баланса РФ: сальдированные показатели /
Relative structure of balance of payments of the Russian Federation**

Показатель / Indicator	Среднее значение показателя / The average value of indicator		
	1998–2017	1998–2009	2009–2017
Сальдо счета текущих операций (% от ВВП) / Current account balance (% of GDP)	6,36	8,46	3,31
Доходы от экспорта нефти и нефтепродуктов (% от ВВП) / Revenues from exports of oil and petroleum products (% of GDP)	11,41	11,78	10,93%
Чистое сальдо счета движения капитала (% от ВВП) / Net capital account balance (% of GDP)	-0,41	-0,48	-0,38
Чистое сальдо финансового счета (% от ВВП) / Net financial account balance (% of GDP)	4,98	6,47	2,73
Чистые ошибки и пропуски (% от ВВП) / Net errors and omissions (% of GDP)	-0,97	-1,51	-0,21
Резервы и связанные статьи (% от ВВП) / Reserves and related articles (% of GDP)	2,87	4,75	0,08
Чистые прямые инвестиции (% от ВВП) / Net direct investment (% of GDP)	0,09	-0,23	0,57
Чистые портфельные инвестиции (% от ВВП) / Net portfolio investment (% of GDP)	0,32	0,22	0,43
Номинальный курс доллара, руб. / Nominal exchange rate dollar / ruble	33,36	26,68	42,10
Курс доллара по ППС, руб. / Dollar at PPP, ruble	14,31	10,23	19,70
Степень заниженности курса рубля,% / The degree of minimizing of the ruble exchange rate,%	-56,89	-61,64	-50,44
Ежегодный рост ВВП,% / Annual GDP growth,%	3,52	4,66	0,74
Среднегодовая цена на нефть, долларов за баррель / The average price of oil, dollars per barrel	59,35	43,89	80,22
Среднегодовая цена на нефть, долларов 2017 г. за баррель / The average price of oil dollars, 2017, per barrel	67,81	54,71	85,57

Источник / Source: Всемирный Банк / World bank. URL: (дата обращения: 17.05.2018), Банк России / Bank of Russia. URL: www.cbr.ru (дата обращения: 17.05.2018), British Petroleum. URL: www.bp.com (дата обращения: 17.05.2018).

в большей степени, чем курс рубля. Однако, если попытаться понизить курс рубля, это негативно повлияет при прочих равных условиях на инфляцию: существует значительная (с коэффициентом -0,706) корреляция между степенью заниженности валютного курса рубля и инфляцией потребительских цен (далее — ИПЦ) [2]. Коэффициент уравнения регрессии — 1,22, т.е. обесценение рубля значительно ускоряет инфляцию в Российской Федерации, в то время как между динамикой валютного курса риала и инфляцией в Саудовской Аравии существует

умеренная положительная корреляция. Поэтому обесценение риала способствует скорее снижению инфляции.

Платежный баланс Российской Федерации. Для страны, чья валюта не является полноценной частью международной ликвидности, пополнение валютных резервов происходит за счет обеспечения положительного сальдо текущих операций и/или чистого положительного сальдо финансового счета, что означает приток зарубежного капитала в страну (табл. 3) [3, 4].

Таблица 4 / Table 4

Структурные аспекты эволюции валютного сектора РФ / Structural aspects of the evolution of the monetary sector of the Russian Federation

Факторы, определяющие развитие валютного сектора РФ / Factors determining the development of the monetary sector of the Russian Federation		
Макроэкономические факторы / Macroeconomic factors		Геополитические и геоэкономические факторы / Geopolitical and geo-economic factors
Внешние / External	Внутренние / Internal	
Цена на нефть Политика ФРС в отношении учетной ставки, приводящая к оттоку капитала с развивающихся рынков Отток иностранного капитала за рубеж	Неконтролируемые / Uncontrolled Стагнация российской экономики Отток национального капитала за рубеж (при существующем валютном законодательстве) Сокращение сальдо текущих операций	Санкции против РФ / Sanctions against Russia Санкции против Ирана и неустойчивость режима урегулирования его ядерной проблемы Торговая война США и КНР Торговая конфронтация США – ЕС
	Контролируемые / Controlled Изменения в системе валютного регулирования и валютного контроля для защиты крупнейших предприятий и бизнес-групп, попавших в санкционный список Бюджетное правило пополнения резервов при цене на нефть больше 40 долл. за баррель Политика ЦБ по управлению сальдо финансового счета платежного баланса и валютным курсом через ставку рефинансирования	
Последствия для валютного рынка РФ / Implications for the foreign exchange market of the Russian Federation		
Позитивные / Positive		Негативные / Negative
«Форсированная» деофшоризация российского мультинационального бизнеса при эффективной амнистии капитала и создание привлекательных инвестиционных инструментов и налоговых режимов, способствующих притоку валюты в страну При снижении курса рубля, особенно в реальном выражении, может продолжиться импортозамещение и возрасти несырьевой экспорт		Сокращение притока долларов и евро в страну из-за санкций При снижении цен на нефть – дальнейшее сокращение сальдо текущих операций, обесценение рубля, которое может привести к инфляции

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Как следует из табл. 3, в период после кризиса 2008–2009 гг. наблюдались снижение сальдо текущих операций (далее — СТО) и ежегодного изменения международных резервов, несмотря на более высокие цены на нефть, в то время как показатели притока прямых и портфельных инвестиций демонстрировали положительную динамику. Относительные доходы от экспорта нефти и нефтепродуктов (сумма товарных позиций 2709 и 2710) показывают к 2017 г. тенденцию к снижению⁵.

⁵ Balance of Payments. Yearbook. IMF. 2018.

СТРУКТУРА ВАЛЮТНОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Валютный сектор российского финансового рынка характеризуется значительным числом факторов, которые непосредственно влияют на него (табл. 4)⁶.

К таким факторам относятся как мировая валютно-финансовая система, так и внутреннее законодательство [5]. Основными проблемами валютного

⁶ World Economic Outlook: Gaining Momentum? International Monetary Fund, April 2017, p. xiii.

Относительные показатели платежного баланса Российской Федерации в 2018–2021 гг.: оптимистический сценарий / Relative indicators of balance of payments of the Russian Federation in 2018–2021 years: optimistic scenario

Показатель / Indicator	2018	2019	2020	2021
Сальдо счета текущих операций (% от ВВП) / Current account balance (% of GDP)	3,61	3,34	3,27	3,15
Чистое сальдо счета движения капитала (% от ВВП) / Net capital account balance (% of GDP)	-0,34	0,37	0,31	0,34
Чистые прямые инвестиции (% от ВВП) / Net direct investment (% of GDP)	0,20	0,35	0,35	0,44
Чистые портфельные инвестиции (% от ВВП) / Net portfolio investment (% of GDP)	0,15	0,25	0,48	0,52
Резервы и связанные статьи (% от ВВП) / Reserves and related articles (% of GDP)	1,17	1,05	1,03	1,21

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

регулирования Российской Федерации являются зависимость от нефтяной конъюнктуры и утечка капитала, которая состоит не только из оттока средств за рубеж, но и приобретения валюты резидентами Российской Федерации. Противоречивость задач валютного регулирования на современном этапе осложняет деятельность Банка России, который, обеспечивая долгосрочную стабильность валютного курса, не всегда может обеспечивать его устойчивость на коротких временных промежутках [6]. Такая ситуация во многом вызвана тем, что последствия последних критических событий на валютном рынке [введения ограничений (санкций) в отношении отдельных участников валютного рынка и большинства операций на рынке, создания санкционных списков, запрещающих взаимодействие с отдельными субъектами российского финансового рынка] не очевидны из-за сложного переплетения внутристрановых и международных элементов деятельности данных участников, отягощенных офшорным фактором [7].

ВОЗМОЖНЫЕ СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ ВАЛЮТНОГО СЕКТОРА РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Выделим три сценария развития валютного рынка России.

Оптимистический сценарий (табл. 5): укрепление курса рубля из-за роста цен на нефть. Результаты — *положительные*: снижение инфляции

(возможное снижение учетной ставки), привлечение иностранных инвестиций, пополнение международных валютных резервов; *негативные*: давление на экономический рост.

Консервативный сценарий (табл. 6): продолжение сложившихся тенденций платежного баланса страны в период 2008–2017 гг. [8] Результаты — *положительные*: снижение инфляции (возможное снижение учетной ставки), привлечение иностранных инвестиций, пополнение валютных резервов Правительством РФ; *негативные*: давление на экономический рост.

Пессимистический сценарий (табл. 7): при введении США ограничений на работу с государственными валютными активами Российской Федерации возможная паника на валютном рынке, увеличение доли сбережений, формируемых населением в валюте (общий риск с банковской системой).

По степени убывания вероятности использования можно предположить следующую последовательность действий Правительства РФ и Банка России по введению так называемых валютных ограничений:

1) ограничения на трансграничные перемещения капитала;

2) обязательная продажа части валютной выручки экспортеров и других акторов внешнеэкономической деятельности;

3) ограничения на использование валюты, имеющейся на счетах юридических лиц и населения в национальной банковской системе;

Таблица 6 / Table 6

**Относительные показатели платежного баланса Российской Федерации в 2018–2021 гг.:
консервативный сценарий / Relative indicators of balance of payments of the Russian Federation
in 2018–2021 years: a conservative scenario**

Показатель / Indicator	2018	2019	2020	2021
Сальдо счета текущих операций (% от ВВП) / Current account balance (% of GDP)	3,61	3,72	3,69	3,71
Чистое сальдо счета движения капитала (% от ВВП) / Net capital account balance (% of GDP)	-0,14	0,17	-0,08	0,15
Чистые прямые инвестиции (% от ВВП) / Net direct investment (% of GDP)	0,40	0,55	0,65	0,78
Чистые портфельные инвестиции (% от ВВП) / Net portfolio investment (% of GDP)	-0,71	-0,35	-0,18	-0,25
Резервы и связанные статьи (% от ВВП) / Reserves and related articles (% of GDP)	0,17	0,15	0,23	0,21

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Таблица 7 / Table 7

**Относительные показатели платежного баланса Российской Федерации в 2018–2021 гг.:
пессимистический сценарий / Relative indicators of balance of payments of the Russian Federation
in 2018–2021 years: a pessimistic scenario**

Показатель / Indicator	2018	2019	2020	2021
Сальдо счета текущих операций (% от ВВП) / Current account balance (% of GDP)	3,61	3,34	3,27	3,15
Чистое сальдо счета движения капитала (% от ВВП) / Net capital account balance (% of GDP)	-1,24	-1,37	-1,31	-1,34
Чистые прямые инвестиции (% от ВВП) / Net direct investment (% of GDP)	0,80	0,95	1,35	1,54
Чистые портфельные инвестиции (% от ВВП) / Net portfolio investment (% of GDP)	-0,71	-0,35	-0,18	-0,25
Резервы и связанные статьи (% от ВВП) / Reserves and related articles (% of GDP)	-0,17	0,05	0,03	-0,21

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

4) множественный валютный курс рубля для различных операций на мировом финансовом рынке;

5) монополизация валютных операций государством (Банком России): ограничения для текущих операций множественного валютного курса, что станет причиной нарушения устава МВФ с непредсказуемыми последствиями.

В табл. 8 представлено наложение сценариев развития экономики страны на сценарии развития валютного рынка [9] с оценкой возможного влияния

развития валютного рынка на другие сегменты финансового рынка.

ВЫВОДЫ

Развитие валютного сектора российского финансового рынка, с одной стороны, обуславливается экзогенными факторами, большая часть которых геополитические. С другой стороны, при негативном состоянии платежного баланса имеется возможность снижения курса рубля, что окажет положительное влияние на счет текущих опера-

Наложение сценариев развития российского валютного рынка / Blending scenarios of development of the Russian currency market

Развитие экономики / The development of economy	Валютный сектор / Monetary sector	Последствия для платежного баланса / Implications for balance of payments	Другие секторы финансового рынка / Other sectors of the financial market
Рост доли инвестиций и сбережений, рост ВВП, консервативный умеренно-оптимистичный прогноз по цене на нефть / Increase in the share of investment and savings, the growth of GDP, moderate-conservative optimistic outlook on oil price	Стабильный / укрепляющийся курс, низкая инфляция, привлечение прямых и портфельных инвестиций, слабая реакция на учетную политику ФРС	Стабильное или сокращающееся СТО, приток капитала, умеренное увеличение резервов	Банковский сектор: рост вкладов населения, в первую очередь национальной валюте; рост кредитования предприятий (прямого или через облигации)* Страховой сектор: в рамках тренда ВВП Фондовый рынок: рост капитализации и оборотов, в первую очередь предприятий нефинансового сектора и за счет сегмента корпоративных облигаций
Сохранение трендов доли инвестиций и сбережений, низкий рост ВВП, консервативный прогноз по цене на нефть / Conservation trends the proportion of investments and savings, low GDP growth, a conservative oil price forecast	Стабильный/снижающийся курс, таргетируемая инфляция, привлечение прямых инвестиций (репатриация из-за санкций), сокращение портфельных инвестиций (их чувствительность к учетной политике ФРС)	Стабильное или растущее СТО, минимальный приток капитала, умеренное увеличение резервов	Развитие в рамках трендов ВВП
Сохранение трендов доли инвестиций и сбережений, низкий или отрицательный рост ВВП, пессимистический прогноз цен на нефть чувствительное влияние санкций США / Conservation trends the proportion of investments and savings, low or negative GDP growth, the pessimistic forecast oil prices impact sensitive sanctions United States	Плавающий курс, «репатриация» прямых инвестиций, коллапс международных расчетов в долларах	Стабильное или сокращающееся СТО, минимальный приток капитала, кризисный менеджмент официальных валютных резервов и активов коммерческих банков	Банковский сектор: сокращение баланса банковской системы Страховой сектор: в рамках тренда ВВП Фондовый рынок: сокращение показателей до минимальных значений (2009 г.)

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

* Элемент экономической политики, обеспечивающий целевой удельный вес роста инвестиций.

ций — основной компонент, формирующий официальные валютные резервы страны, позволяя в дальнейшем стабилизировать валютный курс.

Таким образом, российский валютный рынок, если его рассматривать изолированно, а не во взаимосвязи и взаимозависимости с другими секторами российского финансового рынка (банковским, фондовым, страховым), в долгосрочном периоде

будет сбалансирован. Необходимо отметить, что из перечня санкций, которые существенно повлияли на экономическое развитие страны, наиболее непредсказуемым по последствиям является запрет на транзакции в долларах США для системообразующих банков с государственным участием; для их клиентов и страны в целом это означает возврат в 1960–1970-е гг.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена при финансовой поддержке РФФИ. Грант № 17-02-00347-ОГН.

ACKNOWLEDGEMENT

The paper was prepared with the financial support of the Russian Federal Property Fund. Grant No. 17-02-00347-OGN.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Ибрагимов Ш.Ш. Интенсивность деятельности российского денежно-банковского сектора в условиях воздействия на экономику негативных внешних факторов в 2014–2015 гг. *Проблемы прогнозирования*. 2016;(5):103–119.
2. Звонова Е.А. Влияние глобализации на формирование российского финансового рынка. К 100-летию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. Монография. М.: КноРус; 2018. 250 с.
3. Звонова Е.А., Навой А.В., Пищик В.Я. О концепции трансграничного движения капитала в России в условиях обострения геэкономических рисков. *Вопросы теории и практики управления*. 2015;(11):185–196.
4. Навой А.В. Адаптация платежного баланса Российской Федерации к внешним шокам в 2014–2017 годах. *Деньги и кредит*. 2017;(1):3–13.
5. Мишина В.Ю., Дранишникова М.В. Российский рубль в контексте евразийской интеграции: новые вызовы и возможности. *Банковское дело*. 2016(2):36–44.
6. The future of financial infrastructure. *World Economic Forum*. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_infrastructure.pdf.
7. Rickards J. *The Death of Money: The Coming Collapse of the International Monetary System*. London: Portfolio Penguin; 2015. 368 p.
8. Foreign Exchange Joint Standing Committee UK, Semi-Annual Foreign Exchange Volume Survey. October 2016. P. 9. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/forex/FXjsc/default.aspx>.
9. Хесин Е.С. Современная мировая экономика: финансы и накопление капитала. *Деньги и кредит*. 2016;(8).
10. Акаев А.А., Зиядуллаев Н.С., Сарыгулов А.И., Соколов В.Н. Прогнозная модель экономической динамики в условиях стагфляции с учетом волатильности курса национальной валюты. *Проблемы прогнозирования*. 2017;162(32):31–41.
11. Платонова И.Н., Наговицин А.Г., Коротченя В.М. Перестройка мировой валютной системы и позиция России. Российская академия наук, Институт экономики. М.; 2009.
12. Кудряшова И.В. Мировые валюты: сущностные характеристики и условия формирования. *Вестник Волгоградского государственного университета*. 2014;27(4):157–162. DOI: <http://dx.doi.org/10.15688/jvolsu3.2014.4.16>.
13. Романюк К.А. Построение валюты минимального риска из основных мировых валют. *Управление экономическими системами*. 2013;49(1):26.
14. Holden K., Peel D.A., Thompson J.L. *Economic forecasting: an introduction*. Cambridge Univ. Press, 1992. DOI: 10.2307/2555081
15. Салихов М.Р. Развитие международной торговли в национальных валютах и системы резервных валют. *Евразийская экономическая интеграция*. 2010;6(1):026–033.

REFERENCES

1. Ibragimov Sh. Sh. Intensity of the Russian monetary and banking sector in the face of economic impact of negative external factors in 2014–2015. *Problemy prognozirovaniya = Problems of forecasting*. 2016;(5):103–119. (In Russ.).
2. Zvonova E.A. The impact of globalization on the formation of the Russian financial market. Moscow: KnoRus; 2018. 250 p. (In Russ.).
3. Zvonova E.A., Navoy A. V., Pischik V. Ya. About the concept of the cross-border movement of capital in Russia in a worsening geo-economic. *Voprosy teorii i praktiki upravleniya = Questions of the theory and practice of management*. 2015;(11):185–196. (In Russ.).
4. Navoy A. V. Adaptation of the balance of payments of the Russian Federation to external shocks in the 2014–2017. *Den'gi i kredit = Money and Credit*. 2017(1):3–13. (In Russ.).
5. Mishina V. Y., Dranishnikov M. V. Russian ruble in the context of Eurasian integration: new challenges and opportunities. *Bankovskoe delo = Banking*. 2016;(2):36–44. (In Russ.).
6. The future of financial infrastructure. *World Economic Forum*. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_infrastructure.pdf.
7. Rickards J. *The Death of Money: The Coming Collapse of the International Monetary System*. London: Porfolio Penguin; 2015. 368 p.
8. Foreign Exchange Joint Standing Committee UK, Semi-Annual Foreign Exchange Volume Survey. October 2016. P. 9. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/forex/FXjsc/default.aspx>.
9. Hesin E.S. Contemporary world economy: finance and capital accumulation. *Den'gi i kredit = Money and Credit*. 2016;(8).
10. Akayev A. A., Ziyadullaev N. S., Sarygulov A. I., Sokolov V. N. Forecast model of economic dynamics in conditions of stagflation in view of the volatility of the exchange rate of the national currency. *Problemy prognozirovaniya = Problems of forecasting*. 2017;162(32):31–41. (In Russ.).
11. Platonova I. N., Nagovicin A. G., Karatchenia V. M. Restructuring the world monetary system and Russia's position. Russian Academy of Sciences, Institute of economics. Moscow; 2009. (In Russ.).
12. Kudryashova I. V. World currencies: the essential characteristics and conditions of formation. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of the Volgograd State University*. 2014;27(4):157–162. DOI: <http://dx.doi.org/10.15688/jvolsu3.2014.4.16> (In Russ.).
13. Romaniuk K. A. Currency minimum risk of building the world's major currencies. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami = Management of economic systems*. 2013;49(1):26. (In Russ.).
14. Holden K., Peel D. A., Thompson J. L. *Economic forecasting: an introduction*. Cambridge Univ. Press, 1992. DOI: 10.2307/2555081
15. Salikhov M. R. International trade in national currencies and the system of reserve currencies. *Evrasiiskaya ekonomicheskaya integratsiya = Eurasian Economic integration*. 2010;6(1):026–033. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Елена Анатольевна Звонова — доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
EAZvonova@fa.ru

ABOUT THE AUTHOR

Zvonova Elena A. — ScD (Economics), full professor, Head of the World Economy and World Finance Department, Financial University, Moscow, Russia
EAZvonova@fa.ru