

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-48-57  
УДК 336.025(045)  
JEL E52, F31

# Трансформация российской валютной политики на фоне обострения геополитической напряженности

М.Ю. Печалова

Финансовый университет, Москва, Россия

## АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* – трансформация российской валютной политики на фоне обострения геополитической напряженности. *Актуальность темы* статьи обуславливается необходимостью анализа и оценки результатов валютной политики, проводимой монетарными властями в условиях беспрецедентного санкционного давления недружественных стран на российскую экономику в 2014–2022 гг. *Цель работы* – установление степени влияния геополитических факторов и валютной политики Банка России на курс российского рубля. Выявлено, что ключевыми факторами, определяющими обменный курс рубля в период специальной военной операции, являются экспортно-импортные потоки и геополитическая премия. Посредством регрессионного анализа определена динамика геополитической премии в 2014–2022 гг. Дана оценка эффективности антикризисных мер на внутреннем валютном и фондовом рынках. Подчеркивается сравнительно быстрый переход регулятора к снижению ключевой ставки после ее экстренного повышения в сравнении с финансовым кризисом 2014–2015 гг. Отмечаются глобальная тенденция к дедолларизации и фрагментации мировой валютной системы, а также изменение соотношений сил между мировыми финансовыми центрами.

*Сделан вывод* о том, что в условиях эскалации геополитического конфликта произошла трансформация российской валютной политики: потеря контроля над значительной частью международных резервов вынудила монетарные власти прибегнуть к нерыночным методам поддержки национальной валюты, которые оказались весьма успешными.

**Ключевые слова:** геополитическая премия; санкции; валютный курс; валютные ограничения; валютная политика

**Для цитирования:** Печалова М.Ю. Трансформация российской валютной политики на фоне обострения геополитической напряженности. *Экономика. Налоги. Право.* 2023;16(1):48-57. DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-48-57

ORIGINAL PAPER

# Transformation of the Russian Monetary Policy Against the Background of Aggravation of Geopolitical Tensions

M. Yu. Pechalova

Financial University, Moscow, Russia

## ABSTRACT

*The subject of the study* is the transformation of the Russian monetary policy against the background of the aggravation of geopolitical tensions. *The relevance of the topic of the article* is conditioned by the need to analyze and evaluate the results of the monetary policy pursued by the monetary authorities in the face of unprecedented sanctions pressure of unfriendly countries on the Russian economy in 2014–2022. *The purpose of the work* is to establish the degree of influence of geopolitical factors and the monetary policy of the Bank of Russia on the exchange rate of the Russian ruble. It is revealed that the key factors determining the exchange rate of the ruble during a special military operation are export-import flows and the geopolitical premium. By means of regression analysis, the dynamics of the geopolitical premium in 2014–2022 is determined. The effectiveness of anti-crisis measures in the domestic currency and stock markets is assessed. The relatively rapid transition of the regulator to a reduction in the key rate after its emergency increase in comparison with the financial crisis of 2014–2015 is emphasized. There is a global trend towards de-dollarization and fragmentation of the world monetary system, as well as changing power relations between global financial centers.

© Печалова М.Ю., 2023

*It is concluded* that in the context of the escalation of the geopolitical conflict, the transformation of the Russian monetary policy took place: the loss of control over a significant part of international reserves forced the monetary authorities to resort to non-market methods of supporting the national currency, which proved to be very successful.

**Keywords:** geopolitical premium; sanctions; exchange rate; currency restrictions; currency policy

**For citation:** Pechalova M. Yu. Transformation of the Russian monetary policy against the background of aggravation of geopolitical tensions. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2023;16(1):48-57. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-48-57

## ГЕОПОЛИТИЧЕСКИЙ ДИСКОНТ

До недавнего времени Россия уверенно входила в группу развивающихся стран с рыночной экономикой, для которых цены на сырьевые товары предопределяли валютнообменный курс. Однако с возвращением Крыма в состав России и началом беспрецедентного санкционного давления на российскую экономику со стороны западных стран проводимая государством геополитика постепенно становится главной причиной волатильности национальной валюты (рис. 1).

Геополитическую премию, заложенную в курсе рубля<sup>1</sup>, следует понимать как отклонение обменного курса от его фундаментального значения под влиянием негативных геополитических событий и рисков введения новых антироссийских санкций.

В то же время необходимо отметить, что реакция валютного рынка на самый первый пакет ограничений, введенный сразу после возвращения Крыма в состав России, была весьма сдержанной, поскольку санкции оказались значительно мягче того, что ожидали инвесторы. Валютные интервенции ЦБ РФ в объеме свыше 25 млрд долл. США (из них 22,3 млрд в марте), повышение ключевой ставки с 5,5 до 7% и высокие цены на нефть обеспечили рублю в этот период необходимую поддержку.

Однако в июле 2014 г. США и Евросоюз объявили о вводе секторальных санкций, спровоцировав в российской экономике кризис валютной ликвидности из-за потери корпоративными заемщиками доступа к внешним рынкам долгосрочных заемных ресурсов, с которым регулятор справился вполне успешно.

Тем не менее 2014 г. рубль закончил снижением обменного курса более чем на 72% к доллару США

<sup>1</sup> Таким образом, геополитическая премия представляет собой дисконт к справедливой стоимости рубля, выраженной в иностранной валюте, из-за того, что приобретатели российской валюты требуют надбавку за риск наступления таких негативных геополитических событий, как введение эмбарго на морской экспорт российской нефти и нефтепродуктов, которые потенциально могут обрушить стоимость российского рубля на валютном рынке.

и почти на 52% к евро по причине резкого падения цен на нефть во второй половине года и двузначного роста внутренней инфляции (в том числе из-за действия эффекта переноса валютного курса, т.е. перекладывания изменения валютного курса в инфляцию через цены на импортируемые и экспортируемые товары). Фиаско политики ЦБ РФ в противостоянии стремительной девальвации рубля с помощью валютных интервенций в размере около 40 млрд долл. США, выделенных октябре–декабре этого года, и серии повышений ключевой ставки с 7 до 10,5%, а затем и до 17%, проявилось в отказе от политики валютного коридора в пользу свободного плавания курса и переходе к таргетированию инфляционных ожиданий посредством принятия совокупности мер для контроля над уровнем инфляции в стране.

Заслуживает внимания специалистов факт того, что ни валютный кризис, ни тектонический сдвиг в монетарной политике Банка России не оказали значимого влияния на процесс формирования обменного курса рубля. Ослабление корреляции между нефтяным и валютным рынками прослеживается лишь с февраля 2017 г., что могло быть вызвано действием обновленного бюджетного правила — наложения длительных ограничений на показатели бюджетной политики, чтобы расходы не превышали доходы и не увеличивался слишком быстро государственный долг, когда ЦБ РФ начал проводить покупку иностранной валюты по поручению Минфина России на открытом рынке (рис. 2).

Аналитики расходятся во мнениях относительно того, насколько покупка валюты в рамках бюджетного правила способна ослаблять курс национальной валюты. По мнению регулятора, такие операции не оказывают значимого влияния на валютный рынок при условии полной стерилизации интервенций, т.е. покупки или продажи иностранной валюты с целью оказания влияния на обменную стоимость национальной валюты без изменения денежной базы.

В то же время ЦБ РФ трижды приостанавливал операции на Московской бирже по поручению Мин-



Рис. 1 / Fig. 1. Динамика валютного курса и цен на нефть в 2014–2022 гг. /  
 Dynamics of the exchange rate and oil prices in 2014–2022

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

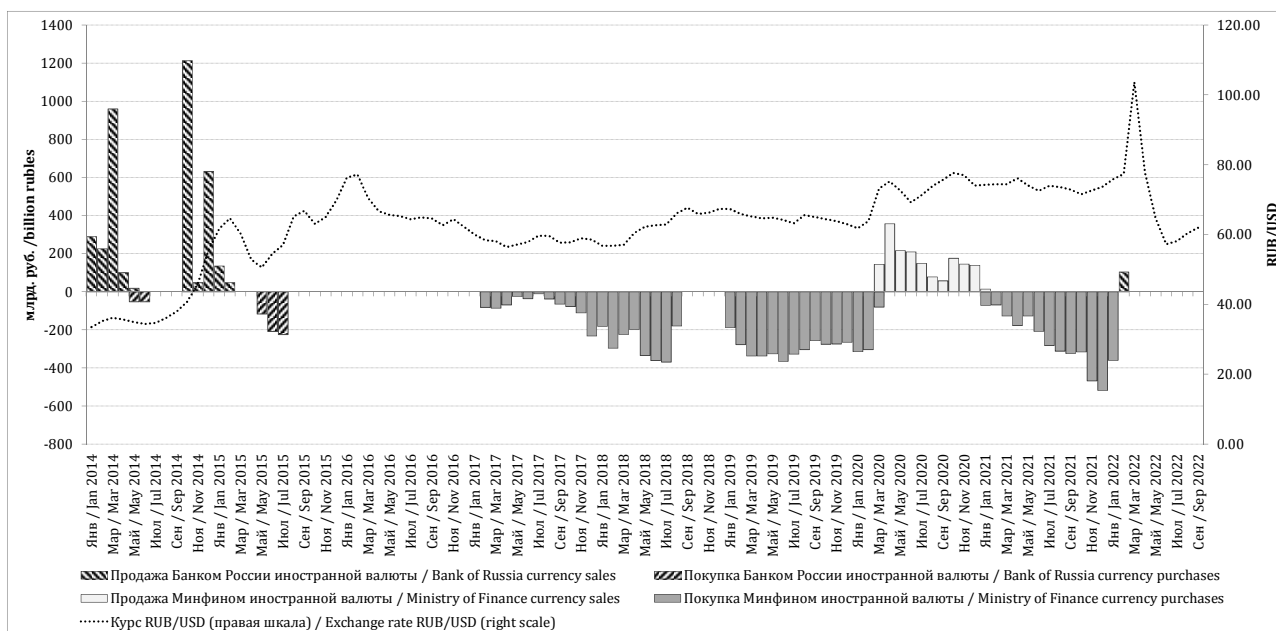


Рис. 2 / Fig. 2. Покупка и продажа иностранной валюты на внутреннем рынке  
 монетарными властями в 2014–2022 гг. / Purchases and sales of foreign currency  
 on the domestic open market by monetary authorities in 2014–2022

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

фина России на продолжительное время — с 24 августа 2018 до 15 января 2019 г., с 9 марта 2020 до 15 января 2021 г., а также с 24 января 2022 г., нивелируя влияние данного фактора на курсообразование рубля.

Тем временем новый виток антироссийских санкций инициировал рост геополитической премии. С начала 2018 г. ограничения вводятся регулярно и по самым разным поводам, включая обвинения в кибератаках и вмешательстве в выборы в США (в ряде других стран инициировано соответствующее расследование), применении химического оружия в Солсбери, нарушении прав человека, за сотрудничество с Сирией, за поддержку ядерной и ракетной программ Северной Кореи, инцидент в Керченском проливе<sup>2</sup> и даже строительство Крымского моста.

Постоянная санкционная риторика провоцирует ожидание новых, более жестких ограничений в отношении российской экономики и ее субъектов. При этом европейские и азиатские компании, сотрудничающие с российским бизнесом, несут риски из-за угрозы попадания под вторичные санкции (впервые такие экстерриториальные санкции были применены США в 2019 г. к компаниям, участвующим в строительстве газопровода «Северный поток-2»), что неизбежно оказывает серьезное давление на курс российской валюты: инвестиционный климат разрушается, отсутствует приток валюты от иностранных инвесторов на российский рынок, усиливается отток капитала (рис. 3, 4).

Резкая девальвация национальной валюты последовала за признанием Россией суверенитета ДНР и ЛНР и началом специальной военной операции (далее — СВО) на Донбассе. На пике валютной паники геополитическая премия доходила до 70 руб. за доллар США. На фоне существенно возросшей неопределенности высказывались даже опасения по поводу возможной отмены свободной конвертации рубля и разрушения свободного валютного рынка. Однако после вмешательства ЦБ РФ и введения ограничительных мер в отношении оборота иностранной валюты за два с половиной месяца курс рубля укрепился до уровня 60 руб. за долл. США и был признан информационным агентством *Bloomberg* самой эффективной валютой 2022 г.

Заметим, что разворот курсовой динамики снизил, но не устранил геополитическую премию — по нашим расчетам ее размер в сентябре составлял

немногим менее 18 руб. за долл. США. В то же время геополитическая нестабильность пока не перешла в разряд фундаментальных факторов, определяющих обменный курс рубля: из рис. 1 следует, что с марта по июнь 2020 г. курс рубля определялся исключительно мировыми ценами на нефть, а геополитическая премия отсутствовала. Этот период ознаменовался первой глобальной волной пандемии коронавируса и исчезновением темы антироссийских санкций из новостной повестки.

## СТАБИЛИЗАЦИОННЫЕ МЕРЫ

Следует отметить, что буквально накануне эскалации украинского конфликта российские и зарубежные аналитики (например, *GeoQuant*) прогнозировали снижение политических рисков в обозримом будущем. Однако признание независимости республик Донбасса и обострение военных действий на Восточной Украине вызвали шквал санкционных ударов со стороны недружественных стран, предусматривающих в том числе изоляцию российской финансовой системы, дестабилизацию банковского сектора и финансовых рынков.

В валютной сфере антикризисные меры, принятые Банком России, носили системный характер и были нацелены на:

1) удержание обменного курса рубля от затяжного падения и ограничение «панического» спроса на валюту;

2) насыщение рынка иностранной валютой и предотвращение ее вывода за рубеж;

3) недопущение дестабилизации финансового рынка и рублевого сегмента банковской системы.

ЦБ РФ впервые после перехода к режиму таргетирования инфляции в декабре 2014 г. прибег к валютным интервенциям в поддержку курса национальной валюты. Объем валютных интервенций 24–25 февраля составил 103,6 млрд руб. (рис. 2). Благодаря вмешательству регулятора валютный рынок стабилизировался и курс рубля несколько укрепился. Так, в день объявления о начале СВО — 24 февраля 2022 г. обменный курс поднимался до 89,6 руб. за долл. США и 99,99 руб. за евро, а к закрытию торгов опустился до 85,25 руб. за долл. США, а евро — до 95,2 руб. соответственно.

Однако после блокировки золотовалютных резервов Банка России, о чем стало известно в ночь на 27 февраля из заявления главы Еврокомиссии, регулятор лишился возможности проводить дальнейшие валютные интервенции по поддержке рубля.

<sup>2</sup> Нарушением кораблями ВМС Украины порядка прохода через территориальные воды Российской Федерации.

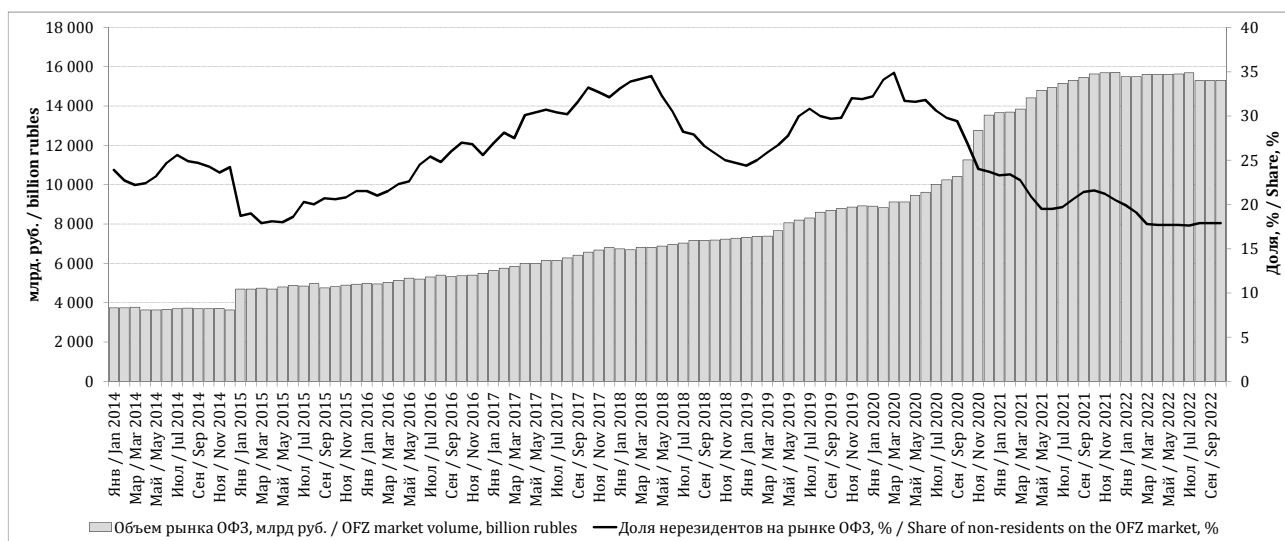


Рис. 3 / Fig. 3. Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков ОФЗ /  
The share of non-resident investments in OFZs

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

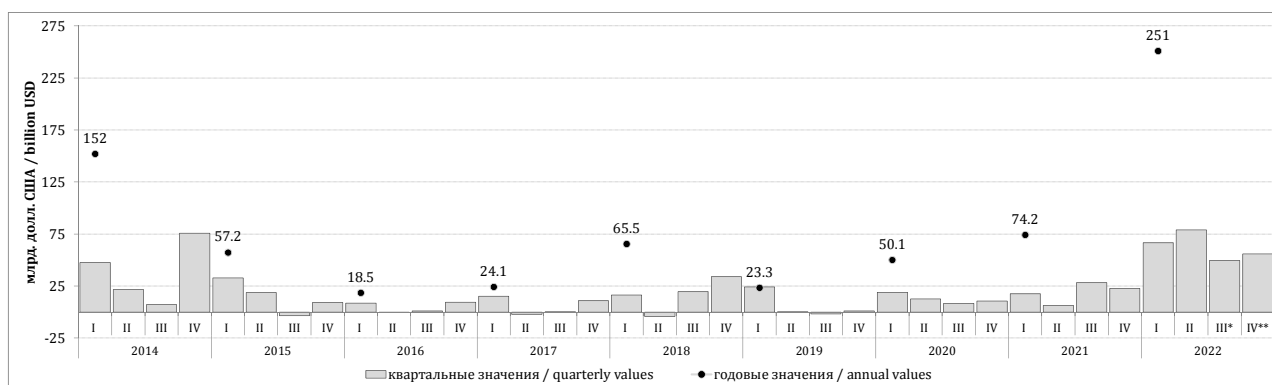


Рис. 4 / Fig. 4. Сальдо финансовых операций частного сектора («+» отток капитала, «-» приток капитала) / Balance of financial transactions of the private sector (“+” capital outflow, “-” capital inflow)

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

При этом рост котировок на внебиржевом рынке достиг пиковых значений: 113,5 руб. за долл. США и 127 руб. за евро.

Объем международных резервов, на который распространяется запрет о проведении операций, оценивается в 300 млрд долл. США, из них 100 млрд заблокированы США<sup>3</sup>, 24,5 млрд — странами — членами Евросоюза (рис. 5).

Блокировка активов центральных банков в качестве санкционной меры ранее применялась в от-

ношении Ирана (1979 г.), Венесуэлы (2019 г.), Сирии (2020 г.) и Афганистана (2021 г.). В октябре 2017 г. *Bank of New York Mellon* добровольно заморозил активы Национального фонда республики Казахстан на 22,6 млрд долл. США по иску частного инвестора на сумму около 1 млрд долл. США.

Очевидно, что российские монетарные власти, учитывая резко возросшие санкционные риски, заблаговременно начали процесс выхода из долларовых активов, а также перевели часть средств в юрисдикции, где они предположительно не будут заблокированы. Непосредственным ответом на ограничение операций с российскими резервами стала зеркальная мера, принятая в отношении активов,

<sup>3</sup> Однако Банк России не был внесен в список SDN Управления по контролю над иностранными активами Министерства финансов США.



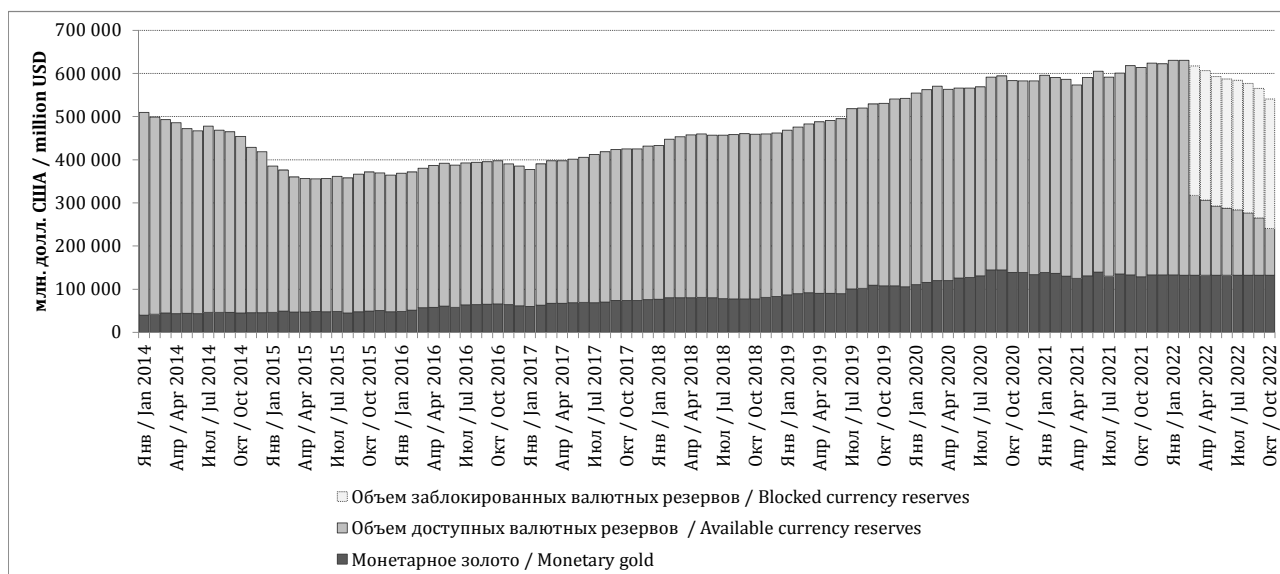


Рис. 5 / Fig. 5. Международные резервы Российской Федерации /  
International reserves of the Russian Federation

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

принадлежащих иностранным инвесторам в Российской Федерации.

Тем временем блокировка валютных резервов создала проблемы с обслуживанием внешнего долга: де-юре Россия в июне 2022 г. допустила дефолт, поскольку не смогла обеспечить выплату купонов по суверенным российским еврооблигациям в иностранной валюте из-за того, что Минфин США не продлил соответствующую лицензию. На основании Указа Президента Российской Федерации от 22.06.2022 № 394 обязательства были исполнены в рублях путем перечисления денежных средств на счета типа «И», открытые иностранным депозитариям без личного присутствия их представителей.

Внеплановое повышение ЦБ РФ ключевой ставки с 9,5 до 20% на фоне обвала валютного и фондового рынков было вполне ожидаемым — аналогичное решение регулятор принимал в декабре 2014 г., объявив о росте показателя с 10,5 до 17% (рис. 6).

Рекордно высокий уровень процентной ставки сбил спекулятивный настрой участников валютного рынка, а также быстро развернул отток частных вкладов и стабилизировал ликвидность банковского сектора.

Впрочем, в отличие от кризиса 2014–2015 гг., регулятор перешел к циклу снижения процентных ставок при появлении первых признаков замедления инфляции и инфляционных ожиданий (к этому моменту курс рубля к доллару США упал на 37,8% относительно максимума). Это позволило ЦБ РФ

перезапустить банковское кредитование корпоративных заемщиков, хотя динамика рыночных ставок заметно отставала от ставки центрального банка.

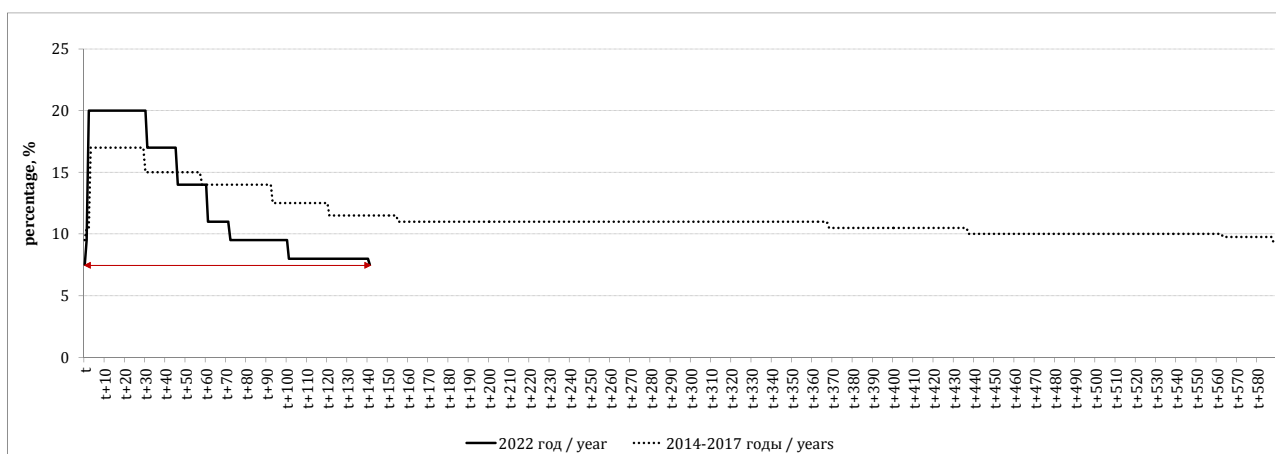
Оперативное снижение ключевой ставки не оказало значимого влияния на курс национальной валюты, так как в это время рубль уверенно укреплялся благодаря устойчивому профициту счета текущих операций.

Спецификой валютной политики Банка России на современном этапе стало установление жесткого контроля над движением капитала.

В частности, в начале марта Евросоюз и США ввели запрет на прямые и косвенные поставки в Россию евро и долларовых банкнот, вынудив ЦБ РФ ограничить оборот наличной валюты путем установления частичного запрета на банковские конверсионные операции<sup>4</sup>, введения «запретительной» 30%-ной комиссии на операции по покупке иностранной валюты через брокеров (позднее снижена до 12%, затем отменена), лимита на снятие со счета и вывоз из страны сумм свыше 10 тыс. долл. США, а также лимита на перевод иностранной валюты за рубеж в сумме 5 тыс. долл. США (увеличен сначала до 150 тыс. долл. США, а затем до 1 млн долл. США).

Российские компании потеряли право на перевод иностранной валюты на свои зарубежные банковские

<sup>4</sup> Под запрет попала наличность, поступившая в кассу банков до 9 апреля 2022 г.



**Рис. 6 / Fig. 6. Динамика снижения ключевой ставки к докризисному уровню в 2014–2016 и 2022 гг. (в банковских днях) / Dynamics of the Key rate reduction to the pre-crisis level in 2014–2016 and 2022 (in banking days)**

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

счета, карты или вклады, а также на предоставление валютных и рублевых займов нерезидентам, а российским экспортерам вновь вменили<sup>5</sup> в обязанность продажу не менее 80% валютной выручки, причем данное требование оказалось ретроактивным и распространилось на всю выручку, зачисленную с начала года.

Кроме этого, ЦБ РФ удалось существенно снизить спрос на безналичную иностранную валюту, запретив брокерам выполнять заявки нерезидентов на продажу российских ценных бумаг.

Распродажа активов нерезидентами обычно приводит к падению не только фондового, но и валютного рынка, поскольку после закрытия рублевых позиций денежные средства конвертируются в иностранную валюту, которая выводится за рубеж. В дополнение к принятым мерам регулятор приостановил короткие продажи на биржевом и внебиржевом рынках, что позволило «убрать» с фондового рынка спекулянтов, играющих на понижение и провоцирующих «панические» продажи.

Таким образом, именно системно принятые нерыночные меры позволили ЦБ РФ быстро стабилизировать обменный курс рубля. Но как только рынок

насытился иностранной валютой, монетарные власти начали смягчать введенные ограничения.

Так, с середины апреля сумму выручки экспортеров, подлежащую обязательной продаже, разрешили уменьшать на величину предстоящих валютных расходов (например, на оплату импортного контракта или погашение валютного кредита в российском банке). Затем был удлинён срок обязательной продажи с 3 до 60 рабочих дней и принято решение о снижении норматива с 80 до 50% для всех без исключения экспортеров. Наконец, участникам ВЭД разрешили использовать зарубежные счета для зачисления на них валютной выручки, а с 10 июня требование об обязательной продаже части валютной выручки было полностью отменено.

Однако для дальнейшей либерализации валютных ограничений ЦБ РФ пока не видит предпосылок.

## ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ РУБЛЯ

Введение антироссийских санкций потребовало пересмотра механизма оплаты недружественными странами экспортных поставок российского трубопроводного газа. Ранее расчеты с поставщиками осуществлялись в иностранной валюте через счета, открытые в зарубежных банках, но в новых условиях риск блокировки экспортной выручки оказался слишком велик, и валютой платежа по таким контрактам стал российский рубль.

Поскольку при переходе на рублевую форму оплаты формула ценообразования на базе европейского спотового рынков энергоносителей была сохранена,

<sup>5</sup> Подобная норма действовала в России с 1991 г. до ее полной отмены с 1 января 2007 г. (с мая 2006 г. норматив был нулевым) и предписывала продажу от 10 до 75% экспортной выручки в разные годы. В период кризиса 2014–2015 гг. требование о продаже валютной выручки экспортерами официально не вводилось, однако имела место неформальная договоренность государства и бизнеса.

новшеством стала продажа иностранной валюты на Мосбирже уполномоченным банком<sup>6</sup> от имени иностранного покупателя до признания факта оплаты. С одной стороны, предложенная схема эффективно устраняет риски расчетных операций (как-то арест и блокировка денежных средств) и исключает переход к бартерным отношениям<sup>7</sup>, с другой стороны, она эквивалентна установлению 100% норматива продажи экспортной валютной выручки.

Практика рублевых расчетов может быть распространена на другие российские сырьевые ресурсы — уголь, нефть, лес, зерно, металлы, масло и удобрения. При этом важно, чтобы цена таких контрактов фиксировалась в российской валюте. В долгосрочной перспективе это может привести к образованию европейского межбанковского рынка в рублях и значительному укреплению российской национальной валюты за счет формирования рублевых резервов у зарубежных контрагентов в целях защиты от колебания валютных курсов.

Аналитики отмечают, что доллар США постепенно утрачивает доминирующее положение в мировой торговле: в начале 2022 г. его доля<sup>8</sup> в международных расчетах составляла всего 38,85%, в резервах центральных банков — 59,53%<sup>9</sup>, а также прослеживается регионализация валютного пространства.

Например, в торговых расчетах между странами ЕАЭС уже преобладают национальные валюты, причем их львиная доля в размере 71,5% приходится на российский рубль. К дальнейшему расширению использования национальных валют участников Союза подталкивает санкционная политика:

*во-первых*, до введения антироссийских санкций многие банки стран ЕАЭС не открывали валютные корсчета в американских и европейских банках, а использовали российские коммерческие банки в качестве посредников в расчетах (из-за чего расчеты в долларах США и евро в настоящий момент для них затруднены);

<sup>6</sup> Им выбран Банк ГПБ (АО).

<sup>7</sup> В частности, Иран утратил возможность осуществлять поставки за рубеж после того, как США наложили вторичные санкции на покупателей иранской нефти. Выход из данной ситуации был найден в организации бартера: такие страны, как Индия и Южная Корея, депонировали причитающуюся поставщику валюту на специальных счетах, а затем списывали ее в счет оплаты встречных поставок товаров.

<sup>8</sup> Для сравнения (в феврале 2022 г.): доля евро — 37,79%, фунта стерлингов — 6,76%, японской йены — 2,71%, китайского юаня — 2,23%.

<sup>9</sup> По данным SWIFT и МВФ соответственно.

*во-вторых*, расчеты в обход *SWIFT* позволят российским торговым партнерам расширять торговый оборот и избегать вторичных санкций, что обоюдовыгодно;

*в-третьих*, введение ограничений на туристические поездки россиян в западноевропейские страны в совокупности с обеспечением приема национальных карт в платежной инфраструктуре любой страны — участника ЕАЭС потенциально может способствовать увеличению туристических потоков в этих направлениях;

*в-четвертых*, отказ от расчетов в резервных валютах по экспортно-импортным контрактам укрепляет национальные валюты, поскольку повышает спрос на них.

Однако для активизации расчетов в национальных валютах необходим работающий механизм передачи ликвидности между центральными банками, а также биржевая торговля соответствующими валютными парами<sup>10</sup>. Проблемами, связанными с использованием альтернативных валют, являются рост транзакционных издержек из-за более широких спредов между котировками покупателя и продавца, а также сравнительно низкая ликвидность соответствующих финансовых инструментов.

Тем не менее постоянный рост американского государственного долга и разгон долларовой инфляции вызывают озабоченность у других стран и желание совершать сделки в обход доллара США. В настоящее время рекордная инфляция заставляет ФРС активно повышать процентную ставку<sup>11</sup>, отчего курс доллара вырос по отношению к другим мировым валютам более чем на 10% с начала года (рис. 7).

В наибольшей степени от американской монетарной политики страдают страны с развивающимися рынками (*emerging markets*), поскольку ослабление национальных валют приводит к снижению покупательской способности населения, росту стоимости импорта и инфляционным ожиданиям, проблемам с обслуживанием долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте, преимущественно в долларах США. В сложившихся нестандартных

<sup>10</sup> С июня 2022 г. на Мосбирже вводятся торги новыми валютными парами, в том числе армянским драмом, узбекским сумом, киргизским сомом, таджикским сомони и южноафриканским рэндом.

<sup>11</sup> По итогам ноябрьского заседания ФРС США повысила базовую ставку до 3,75–4% годовых, и ожидается дальнейшее ужесточение процентных условий.



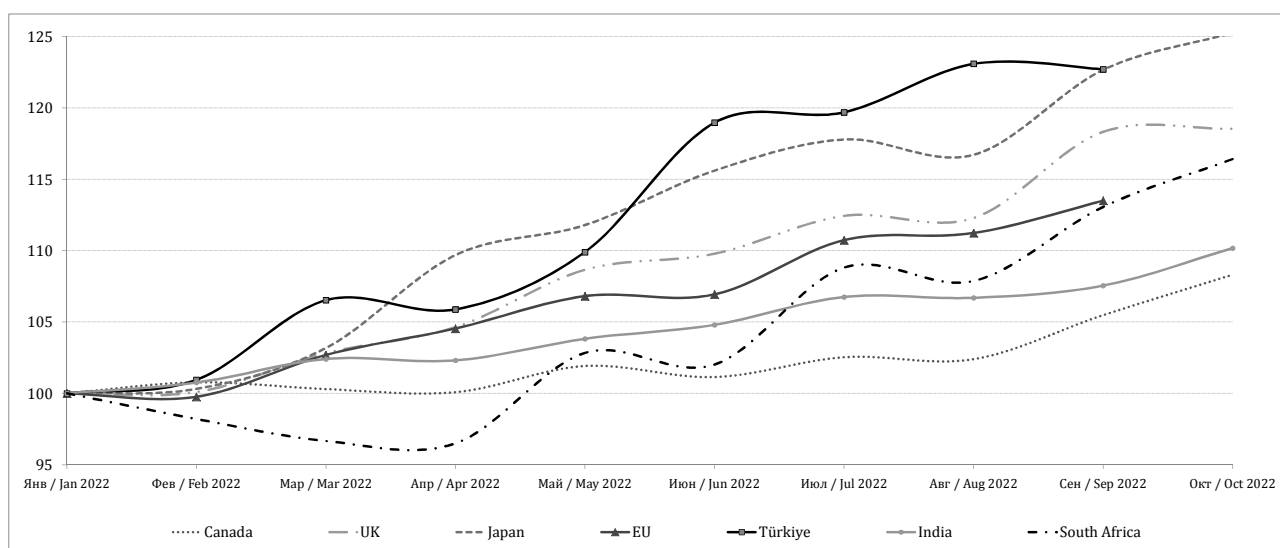


Рис. 7 / Fig. 7. Индекс курсов отдельных валют к доллару США в 2022 г. / Dynamic index of exchange rates of the selected currencies against the US dollar in 2022

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

условиях — фактической изоляции от международных потоков капитала — российский рубль оказался защищен от обесценения по причине нарастающего разрыва в процентных ставках дисбалансом спроса и предложения на внутреннем валютном рынке: несмотря на постепенное восстановление импорта, профицит текущего счета платежного баланса за девять месяцев 2022 г. достиг 198,4 млрд долл. США (против 75,2 млрд годом ранее).

Впрочем Минфин России готов возобновить покупки валюты в рамках модифицированного бюджетного правила (теперь он учитывает не только цены, но и объемы экспорта углеводородов). Вероятнее всего, объектом интервенций станет китайский юань, поскольку альтернативные валюты «дружественных» стран чрезвычайно волатильны и сопряжены с серьезными рисками девальвации. Поэтому юань может стать ключевой резервной валютой Банка России.

## ВЫВОДЫ

В условиях эскалации геополитического конфликта произошла трансформация российской валютной политики: потеря контроля над значительной частью международных резервов вынудила монетарные власти прибегнуть к нерыночным методам поддержки национальной валюты, которые оказались весьма успешными.

Факторами, определяющими обменный курс российского рубля, сегодня являются экспортно-импортные потоки и геополитическая премия.

Санкционная политика стран G7 усиливает глобальную тенденцию к дедолларизации мировой торговли. При этом рубль укрепил свои позиции в ЕАЭС в качестве регионального средства платежа и благодаря переводу внешнеторговых расчетов в национальные валюты имеет хорошие перспективы на дальнейшую интернационализацию.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Clark P.B., MacDonald R. Exchange rates and economic fundamentals: a methodological comparison of BEERs and FEERs. IMF Working Paper 98/67. 1998. 38 p.
2. Chen Y.-c., Lee D. What makes a commodity currency? Working Papers 201420, University of California at Riverside, Department of Economics; 2014. 40 p.
3. Chen Y.-c., Rogoff K. Commodity currencies and empirical exchange rate puzzles. IMF Working Paper. 2002; 02/27. 47 p.
4. Chen Y.-c., Rogoff K. Commodity currencies. *Journal of International Economics* 2003;60(1):133–160.
5. Буневич К.Г., Горбачева Т.А. Современное курсообразование в ресурсно-ориентированной экономике: институциональный аспект. *Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика.* 2021;29(2):266–277.

6. Бурлачков В.К. Конкуренция ведущих мировых валют: особенности современного этапа. *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. 2022;18(1):133–149.
7. Кондукторов А.С. Замещение доллара США рублем РФ при оплате российского экспорта: финансово-правовой механизм реализации и последствия для денежно-кредитной политики. *Lex russica*. 2022;75(2):24–33.
8. Кузьмин А.Ю. Валютный курс рубля: моделирование сравнительной среднесрочной и долгосрочной динамики. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(6):6–15.
9. Стрелкова В.И., Файзуллин Р.В. Модель зависимости между курсом доллара к рублю и ценой на нефть. *Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом*. 2014;(3):41–47.

## REFERENCES

1. Clark P.B., MacDonald R. Exchange rates and economic fundamentals: a methodological comparison of BEERs and FEERs. IMF Working Paper 98/67. 1998. 38 p.
2. Chen Y.-c., Lee D. What makes a commodity currency? Working Papers 201420, University of California at Riverside, Department of Economics; 2014. 40 p.
3. Chen Y.-c., Rogoff K. Commodity currencies and empirical exchange rate puzzles. IMF Working Paper. 2002;02/27. 47 p.
4. Chen Y.-c., Rogoff K. Commodity currencies. *Journal of International Economics*. 2003;60(1):133–160.
5. Bunevich K.G., Gorbacheva T.A. Modern course formation in resource-oriented economy: institutional aspect. *Vestnik Rossijskogo universiteta druzhby narodov. Seriya: Ekonomika = Bulletin of the Peoples' Friendship University of Russia. Series: Economics*. 2021;29(2):266–277. (In Russ.).
6. Burlachkov V.K. Competition of the world's leading currencies: features of the modern stage. *Nacional'nye interesy: priority i bezopasnost' = National Interests: Priorities and Security*. 2022;18(1):133–149. (In Russ.).
7. Konduktorov A.S. Substitution of the US dollar with the Russian ruble when paying for Russian exports: financial and legal mechanism of implementation and consequences for monetary policy. *Lex russica*. 2022;75(2):24–33. (In Russ.).
8. Kuzmin A.Y. Ruble exchange rate: modeling of comparative medium- and long-term dynamics. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: theory and practice*. 2021;25(6):6–15. (in Russ.).
9. Strelkova V.I., Fayzullin R.V. A model of dependence between the dollar exchange rate against the ruble and the price of oil. *Problemy ekonomiki i upravleniya neftegazovym kompleksom = Problems of economics and management of the oil and gas complex*. 2014;(3):41–47. (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

**Мария Юрьевна Печалова** — кандидат экономических наук, доцент департамента банковского дела и монетарной политики, Финансовый университет, Москва, Россия

**Maria Yu. Pechalova** — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of Banking and Monetary Policy, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-1476-7889>

[MPechalova@fa.ru](mailto:MPechalova@fa.ru)

*Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила 11.11.2022; принята к публикации 22.01.2023.*

*Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 11.11.2022; accepted for publication 22.01.2023.*

*The author read and approved the final version of the manuscript.*