

УДК 339.7

ТРАНСФОРМАЦИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА РОССИИ В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ И ЦИФРОВИЗАЦИИ ВАЛЮТНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Маняхин Т.В.,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
email: tvmanyakhin@fa.ru

Аннотация. В исследовании изучаются основные проявления трансформации российской валютного рынка в условиях введенных в 2022-2023 гг. масштабных санкций в отношении российской финансовой системы и экономики. Анализируются изменения в составе и характере влияния различных факторов курсообразования на фоне последствий санкционного давления для национального валютного рынка. Рассматривается адаптация инфраструктуры внутреннего валютного рынка, в том числе доступного участникам рынка инструментария, под меняющиеся условия функционирования российского бизнеса. Затрагиваются вопросы обусловленных санкциями и трансформацией рынка изменений в реализации Банком России денежно-кредитной политики на валютном рынке. Выделяется специфика функционирования рынка наличной иностранной валюты в России относительно биржевого сегмента, вызванная введением недружественными странами эмбарго в отношении России на операции с наличной валютой соответствующих стран и внутренними ограничениями. Цифровизация валютных отношений применительно к функционированию валютного рынка России в условиях санкций рассматривается в контексте потенциала получивших активное развитие в последнее десятилетие цифровых валют для преодоления санкционных ограничений и совершенствования мировой валютной системы в целом.

Ключевые слова: санкции, денежно-кредитная политика, риски, валютный рынок, валютные ограничения, цифровизация, криптовалюты.

TRANSFORMATION OF THE RUSSIAN CURRENCY MARKET UNDER SANCTIONS RESTRICTIONS AND DIGITIZATION OF CURRENCY RELATIONS

Manyakhin T.V.,

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
email: tvmanyakhin@fa.ru

Abstract. The study examines the key ways of the transformation of the Russian foreign exchange market under the conditions of introduced in 2022-2023 large-scale sanctions against the Russian financial system and economy. Changes in the composition and nature of the influence of various factors of exchange rate formation are analyzed against the backdrop of the consequences of sanctions pressure on the national foreign exchange market. The adaptation of the infrastructure of the domestic foreign exchange market, including the tools available to market participants, to the changing operating conditions of Russian business is considered. The issues of changes caused by sanctions and market transformation in the implementation of monetary policy by the Bank of Russia in the foreign exchange market are touched upon. The specificity of the functioning of the cash foreign currency market in Russia relative to the exchange segment is highlighted, caused by the introduction by unfriendly countries of an embargo against Russia on transactions with the cash currency of the corresponding countries and internal restrictions.

The digitalization of currency relations in relation to the functioning of the Russian foreign exchange market under sanctions is considered in the context of the potential of digital currencies, which have been actively developed in the last decade, to overcome sanctions restrictions and improve the global monetary system as a whole.

Keywords: sanctions, monetary policy, risks, foreign exchange market, foreign exchange restrictions, digitalization, cryptocurrencies.

Тема валютных отношений традиционно актуальна в России еще со времен СССР, когда данная сфера была под строгим административным контролем государства. Сфера валютных отношений также длительное время была на первом плане в современной российской финансовой системе, когда с открытием российской экономики и ее интеграцией в международные экономические отношения проблематика валютных отношений развивающейся экономики проявилась во всех ее возможных аспектах — от вопросов организации оборота валютных ценностей в новых условиях для обеспечения внешнеэкономической деятельности до нюансов управления национальными валютными резервами в целях обеспечения экономической безопасности государства и регулирования валютного курса. Высокий спрос на твердую валюту также предъявлялся населением с целью защиты своих сбережений от обесценения в условиях высокой инфляции.

Неслучайно самыми популярными активами на первых российских биржах в современной истории, наряду с товарами, стали твердые валюты, а самыми ликвидными инструментами срочного рынка — валютные фьючерсы. До сих пор валютный рынок является одним из лидеров по объемам торгов среди всех рынков Московской биржи [1], а валютные фьючерсы регулярно находятся на первых позициях по ликвидности среди всех инструментов срочного рынка Московской биржи [2]. Сама же Московская биржа, как известно, сначала специализировалась на торговле именно валютами и называлась Московской межбанковской валютной биржей (ММВБ).

Одними из самых востребованных в российских кредитных организациях услуг на этапе становления отечественной банковской системы являлись валютно-обменные операции, а обменные пункты и операционные кассы вне кассового узла кредитных организаций, совершавшие указанные операции, были распространены по всей стране, а в крупных городах — практически в каждом районе.

За время своего становления отечественный валютный рынок достаточно быстро (всего за 30 лет) прошел все известные фазы дисбалансов. Период острого недостатка твердой иностранной валюты на внутреннем рынке на фоне низких цен на основные статьи отечественного экспорта и высокого внешнего долга, относившийся к 1990-м гг. — началу 2000-х гг. и сопровождавшийся жесткими административными валютными ограничениями и интервенциями Банка России в целях удержания национальной валюты от обесценения [3], по мере улучшения внешнеэкономической конъюнктуры сменился периодом избытка твердой валюты, что потребовало уже принятия мер по недопущению чрезмерного укрепления национальной валюты. И в конечном итоге, на фоне комфортных цен на основные предметы российского экспорта, притока иностранного капитала, значительных размеров валютных резервов и низкого внешнего долга, проблематика валютных отношений отошла на второй план, уступив место классическим уже для развитых экономик вопросам таргетирования инфляции, с соответствующим данной политике арсеналом инструментов, о чем Банком России было объявлено в 2014 году.

Таким образом, к середине 2010-х гг. национальный валютный рынок характеризовался достаточным объемом ликвидности в твердой валюте и преимущественно плавающим валютным курсом. Регулятор стал фокусироваться в первую очередь на обеспечении ценовой и финансовой стабильности, минимизируя влияние проводимых, при необходимости, операций на валютном рынке на денежную массу использованием в основном инструментов предоставления валютной ликвидности на возвратной основе. При этом действия регулятора на валютном рынке со временем были системно увязаны с задачами Минфина России в части проблематики федерального бюджета («бюджетное правило») и использованием средств Фонда национального благосостояния (ФНБ) на инвестиции внутри страны («зеркалирование»).

В результате национальный валютный рынок, встроенный в мировую финансовую систему, приобрел в целом классические для рыночной экономики черты, с характерными для него факторами ценообразования, определяемыми, главным образом, внешнеэкономической деятельностью и перетоками капитала, при минимальном вмешательстве государства. В стране стремительно сокращалось число подразделений кредитных организаций, совершавших валютно-обменные операции, росла популярность других сегментов финансового рынка, в первую очередь фондового. К началу 2020-х гг. былая проблематика валютных отношений, казалось, ушла в прошлое.

Вместе с тем, кризисные явления на внутреннем финансовом рынке начала 2022 года, затронувшие практически все каналы влияния на финансовую стабильность, в том числе валютный канал, и последовавшие санкционные ограничения заставили Банк России и Правительство России возродить применение комплекса мер валютного регулирования и валютного контроля, что вновь сделало проблематику валютных отношений одной из наиболее актуальных в отечественной финансовой системе. Большой опыт использования валютных ограничений и накопленный в данной сфере арсенал мер позволили быстро взять ситуацию на валютном рынке под контроль.

Но, несмотря на схожесть общей проблематики (дисбалансы на валютном рынке и их влияние на другие сферы экономики), а также применяемого властями инструментария валютного регулирования и валютного контроля с уже имевшими место ранее в истории национального валютного рынка, совершенно иные причины произошедшего обусловили специфику текущего контекста функционирования валютного рынка России, вызвав заметную трансформацию его ключевых параметров относительно модели, сложившейся до 2022 года.

Настоящая статья посвящена изучению и обсуждению ключевых аспектов уже произошедшей и продолжающейся трансформации валютного рынка.

Цель исследования

Целью исследования является выявление основных проявлений трансформации национального валютного рынка в условиях санкционных ограничений и связанной с этим проблематики с учетом происходящей цифровизации валютных отношений.

Степень проработанности темы

В научной и прикладной литературе затрагиваются отдельные аспекты проблематики функционирования валютного рынка России в современных условиях.

Работы, посвященные комплексному анализу трансформации валютного рынка под влиянием различных факторов, не выявлены.

Практическая применимость результатов исследования

Результаты исследования могут быть использованы научным сообществом для дальнейшей углубленной проработки различных аспектов рассматриваемой темы, представителями бизнеса и практиками финансового рынка – при принятии решений на рынке, финансовыми властями и организаторами торгов – в рамках регулирования и совершенствования инфраструктуры рынка.

Объекты и методы исследования

Объектом исследования является валютный рынок России, предметом – трансформация валютного рынка России в условиях санкционных ограничений и цифровизации валютных отношений. В ходе исследования применены элементы системного анализа, а также такие общенаучные методы, как индукция, дедукция, сравнительный анализ.

Информационная база исследования

Информационной базой исследования с учетом его фокуса на анализе данных о функционировании валютного рынка России в современных условиях стали преимущественно статистические данные Банка России и ПАО Московская биржа, а также данные Всемирной федерации бирж (The World Federation of Exchanges, WFE), отдельных аналитических ресурсов и научных исследований.

Результаты исследования и их обсуждение

Введенные в отношении России масштабные финансовые и экономические санкции привели к вынужденной трансформации национального валютного рынка в целом ряде аспектов – от изменения роли различных факторов ценообразования на валютном рынке до изменений в составе и доле различных инструментов на рынке.

Далее в исследовании более подробно рассматриваются ключевые аспекты данной трансформации.

Ценообразование на внутреннем валютном рынке

Ключевыми факторами ценообразования на внутреннем валютном рынке России к 2022 году, оказывавшими основное влияние на формирование курса национальной валюты, являлись классические факторы в рамках счета текущих операций, в первую очередь – экспорт (предложение иностранной валюты в рамках продажи экспортной валютной выручки) и импорт (спрос на иностранную валюту для оплаты импортируемых товаров и услуг). Также было заметно присутствие на рынке регулятора, проводившего операции по поручению Минфина России [4].

Другие классические факторы ценообразования на валютном рынке, хотя и были заметны, но определяющего влияния на курс национальной валюты не оказывали. Первичные и вторичные доходы, а также иностранные прямые, портфельные и прочие инвестиции вносили свой вклад в баланс спроса и предложения на рынке, но их объемы были существенно ниже операций по экспорту и импорту [5]. Такие факторы как инвестиционная привлекательность твердой иностранной валюты и ее использование в качестве «защитного актива», на фоне общей макроэкономиче-

ской стабильности, стабильности курса национальной валюты, а также активного роста интереса населения к фондовому рынку на фоне низкой стоимости денег масштабного влияния на валютный курс российского рубля не оказывали. Валютные ограничения и валютные интервенции фактически отсутствовали. Но проводились прочие операции во взаимодействии с Минфином России.



Рис. 1. Основные факторы ценообразования на внутреннем валютном рынке России накануне кризисных явлений 2022 года

Источник: разработано автором.

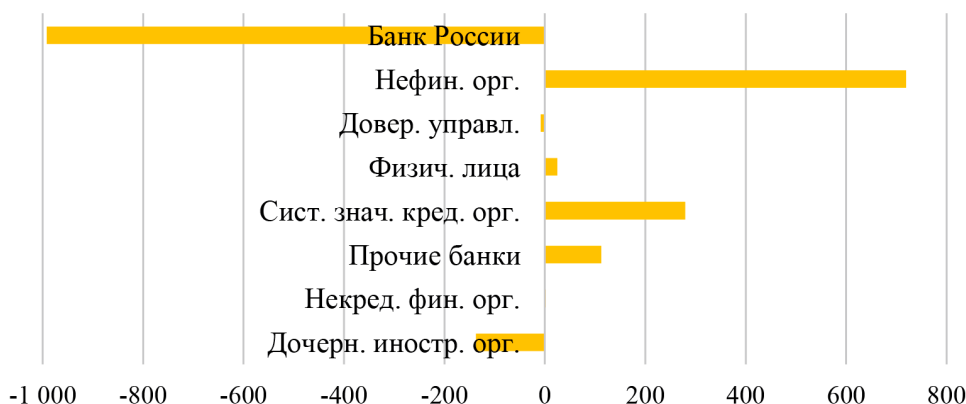


Рис. 2. Основные участники операций на внутреннем биржевом валютном рынке «спот» в ноябре-декабре 2021 года, млрд. руб.

Примечание: «+» – продажа иностранной валюты за российские рубли, «-» – покупка.

Источник: разработано автором.

Соответственно, основными участниками операций на внутреннем валютном рынке России накануне кризисных явлений на финансовом рынке страны 2022 года являлись нефинансовые организации и системно значимые кредитные организации, а также Банк России, что подтверждается соответствующей официальной статистикой Банка России [6] (рис. 2).

С началом масштабного введения санкций в отношении России в 2022 году состав факторов, оказывающих влияние на курс национальной валюты, не поменялся, но изменился вклад различных факторов в курсообразование. Кроме того, действие некоторых факторов можно назвать нетипичным для российского рынка прошлых лет, что было обусловлено корневыми причинами возникших на рынке дисбалансов.

Очевидно, что наиболее значимой трансформацией в курсообразовании стало резкое возрастание с конца I квартала 2022 года роли в нем государства, в первую очередь посредством установления валютных ограничений, использования механизма обязательной продажи на внутреннем рынке экспортной валютной выручки. Административные меры также были дополнены с 2023 года регулярными продажами Банком России на внутреннем рынке иностранной валюты по поручению Минфина России. В результате на внутреннем валютном рынке в настоящее время вынужденно сложился в значительной мере управляемый плавающий режим валютного курса.

Валютные интервенции, которые ранее использовались Банком России в качестве одного из основных и самых эффективных инструментов для обеспечения финансовой стабильности, в новых реалиях в период шока на валютном рынке активно не применялись по причине отсутствия у Банка России такой возможности на фоне введенных санкций. В частности, по данным Банка России [7], валютные интервенции были осуществлены им лишь дважды в самом начале периода шока на валютном рынке (с датами расчетов 25.02.2022 и 28.02.2022).

Что касается влияния экспорта и импорта на курсообразование на внутреннем валютном рынке, то в целом к настоящему времени фактор счета текущих операций платежного баланса сохранил свое определяющее влияние на спрос и предложение на рынке. При этом в отдельные периоды данное влияние имело уникальный для истории отечественного валютного рынка характер. В частности, резкое и значительное укрепление национальной валюты к резервным валютам в период с марта по июнь 2022 года не было вызвано, как это имело место ранее, значительным увеличением притока иностранной валюты от экспорта или проведением валютных интервенций регулятора.

Спецификой ситуации стал существенный рост размера счета текущих операций платежного баланса России по итогам 1-го и 2-го кварталов 2022 года в связи с падением объемов импорта [5] на фоне падения спроса на иностранную валюту, вызванного санкциями на поставки продукции в Россию. При этом объемы экспорта по итогам указанных кварталов оставались на уровне конца 2021 – начала 2022 гг. Последующее же восстановление импорта в связи с перестройкой бизнесом логистики и переориентацией на другие рынки на фоне одновременного сокращения экспорта, в том числе в связи с санкциями на поставки российской продукции, скорректировали баланс спроса и предложения на внутреннем валютном рынке (рис. 3).

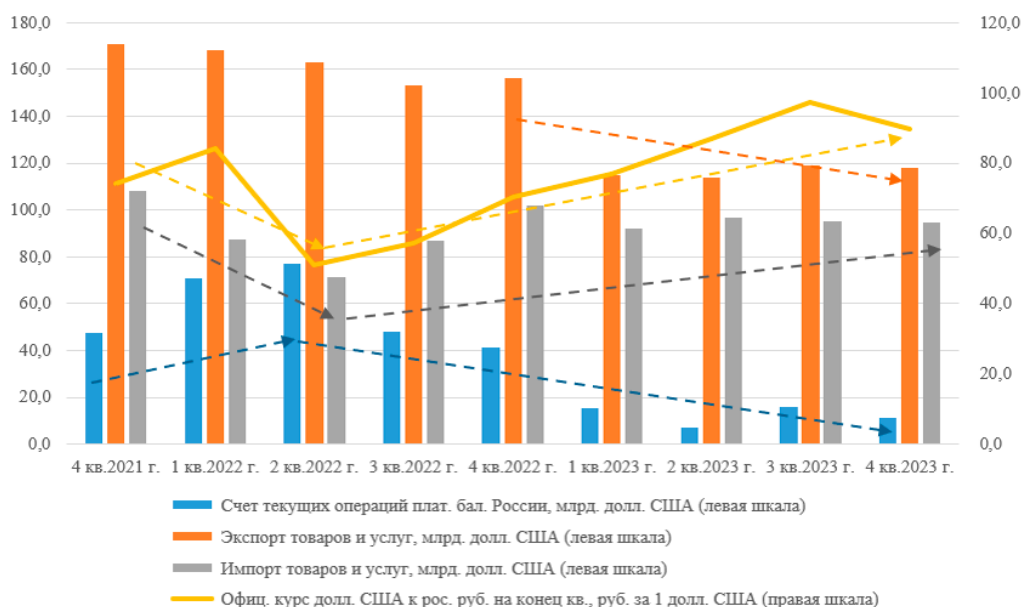


Рис. 3. Динамика отдельных показателей платежного баланса России и официального курса доллара США к рублю в 4 кв. 2021 – 4 кв. 2023 гг.

Источник: разработано автором.

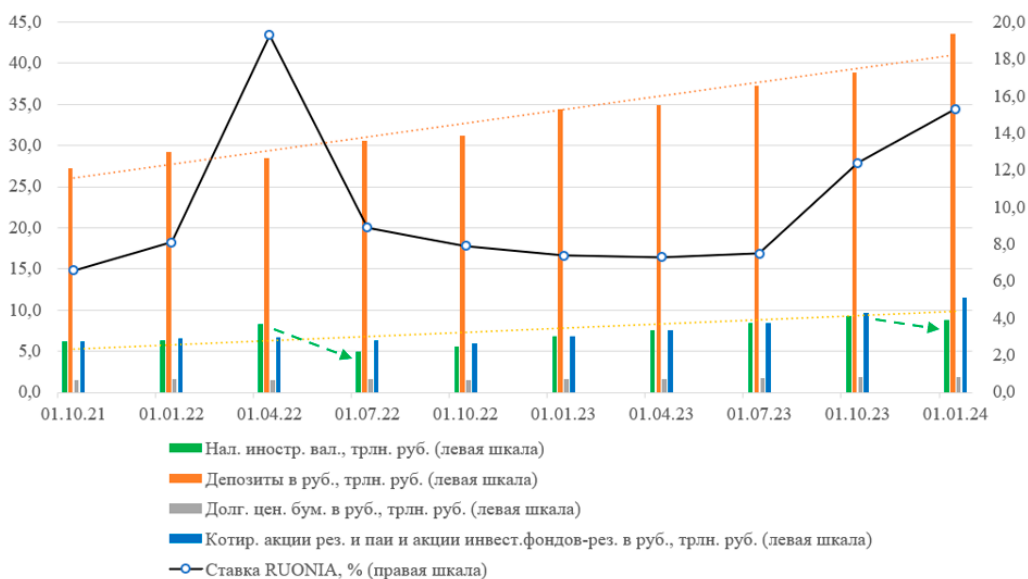


Рис. 4. Динамика отдельных показателей финансовых вложений домашних хозяйств и ставки RUONIA в 4 кв. 2021 – 4 кв. 2023 гг.

Источник: разработано автором.

Что касается влияния на курсообразование на внутреннем валютном рынке операций, связанных с прямыми, портфельными и прочими инвестициями, то имели место отдельные периоды существенного влияния, например, в 1-м и 2-м кварталах 2022 года, когда происходил значительный отток средств, а также краткосрочные периоды волатильности, связанные с выплатами доходов по инвестициям. В целом же на фоне санкций, а также блокировки активов с обеих сторон влияние на курс рубля операций по финансовому счету платежного баланса снизилось, как и само сальдо финансового счета (в 4 раза с 4 кв. 2021 г. по 4 кв. 2023 г. — с 48,2 до 13 млрд. долл. США).

Снизилось, ввиду специфики текущих условий функционирования отечественного финансового рынка, и влияние на курс российского рубля таких традиционно значимых на российском валютном рынке, особенно в периоды высокой инфляции и макроэкономических и геополитических рисков, факторов как использование населением резервных иностранных валют в качестве «защитного актива» и для инвестирования своих сбережений.

Их классическое проявление, заключавшееся в том числе в покупке резервных валют, росте их курсов и очередях в банках за резервными валютами, было отмечено только непосредственно в моменты шоков на валютном рынке (конец февраля-первая половина марта 2022 года). Впоследствии же влияние указанных факторов сдерживалось комплексом обстоятельств.

Во-первых, хранение сбережений в валютах недружественных стран в новых реалиях сопряжено с рисками, связанными с неопределенностью их дальнейшего использования. Опыт 2022 года, особенно 2-го квартала, показал, что операции с иностранной валютой могут быть административно ограничены как в наличной, так и в безналичной формах. Более того, на хранение и операции с иностранными валютами может быть установлена высокая комиссия.

Во-вторых, в последующем, во второй половине 2023 года, весомым аргументом в пользу перетока сбережений населения в рублевые средства стал рост стоимости денег на российском финансовом рынке в условиях ужесточения денежно-кредитной политики, когда на фоне в целом стабильных курсов иностранных валют к российскому рублю, то есть отсутствия явного потенциала к сильному росту иностранных валют в ближайшем будущем, безрисковая рублевая ставка стала постоянно расти на фоне повышения стоимости денег в экономике, которая к концу 2023 года достигла 16% годовых [8]. В данных условиях население для защиты сбережений от инфляции стало отдавать предпочтение депозитам и ценным бумагам, в первую очередь — акциям, как имеющим больший потенциал роста относительно долговых бумаг [9].

Проявление указанных обстоятельств отчетливо видно на рисунке 4: во 2-м квартале 2022 года — в части влияния валютных ограничений и общей неопределенности на тот момент перспектив в России иностранных валют недружественных государств, что привело к сокращению финансовых вложений домашних хозяйств в наличную иностранную валюту, в 4-м квартале 2023 года — в части влияния высокой стоимости денег, обусловившей вложения средств домашних хозяйств в фактически и потенциально более доходные инструменты.

Очевидно, что свою роль сыграло и достижение стабильности на внутреннем валютном рынке. Финансовые власти страны в 2022-2023 гг. неоднократно убедительно показали, что при необходимости могут принять меры к достаточно быстрому и значительному укреплению рубля, что делает потенциал спекулятивных ставок на рынке против национальной валюты достаточно низким.

Благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура на основные статьи российского экспорта и его переориентация на другие рынки, обеспечивающие приток иностранной валюты на внутренний рынок, также пока не дают оснований для активного инвестирования в иностранную валюту.

Другие факторы ценообразования на валютном рынке России, по мнению автора, не претерпели значимых изменений ни по их роли в формировании курса национальной валюты, ни по характеру влияния.

Данные о трансформации курсообразования на национальном валютном рынке в условиях санкционных ограничений обобщены в таблице 1.

Таблица 1

Трансформация влияния факторов курсообразования на внутреннем валютном рынке в современных реалиях его функционирования, 2022-2023 гг.

Факторы ценообразования, во влиянии которых выявлены изменения/ специфика в современных условиях	Описание изменений/ специфики влияния фактора в современных условиях
Различные формы участия государства на валютном рынке	Данный фактор стал играть ключевую роль в обеспечении стабильности курса национальной валюты на фоне устойчивого превышения спроса на резервные валюты над их предложением на внутреннем рынке. Акценты в инструментарии валютного регулирования смещены с традиционных валютных интервенций (практически не применялись в моменты шоков в связи со введением санкций) на обязательную продажу экспортной валютной выручки и согласование с Минфином России операций в рамках бюджетного правила и «зеркалирования» операций со средствами ФНБ
Экспорт и импорт	Отмечена обусловленная санкциями специфическая ситуация, когда значительный рост размера счета текущих операций платежного баланса России был обусловлен не соответствующим увеличением экспорта, а резким и значительным сокращением импорта, что привело к сильному укреплению национальной валюты, несмотря на масштабные санкции
Иностранные (зарубежные) прямые, портфельные и прочие инвестиции	На фоне санкций и блокировок активов отмечено значительное снижение сальдо финансового счета платежного баланса России и на этом фоне – сокращение влияния данного фактора на курсообразование на внутреннем валютном рынке
Использование резервных валют в качестве «защитного актива» и объекта для инвестирования сбережений	В период макроэкономической и геополитической напряженности (конец 1-го квартала – 2-й квартал 2022 года) выявлено нетипичное для российского валютного рынка проявление данного фактора, заключавшееся в сокращении вложений домашних хозяйств в наличную иностранную валюту, что было связано со введением валютных ограничений и неопределенностью перспектив использования в России валют недружественных стран. В период жесткой денежно-кредитной политики и существенного роста безрисковой ставки (4-й квартал 2023 года) отмечено снижение интереса населения к резервным валютам, несмотря на сохранение макроэкономических рисков, в пользу преимущественно депозитов и акций, используемых для защиты сбережений от инфляции

Источник: разработано автором.

Инфраструктура внутреннего валютного рынка

Изменение внешнего и внутреннего контекстов функционирования валютного рынка России не могло не сказаться и на его инфраструктуре.

Ограничения на операции с валютами недружественных стран, уход из России участников рынка из указанных стран, переориентация российского бизнеса на другие рынки, активное развитие расчетов по контрактам в национальных валютах, санкции в отношении счетов и активов регулятора, которые использовались им для совершения операций на валютном рынке, новые правовые акты — эти и другие обстоятельства обусловили заметную трансформацию инфраструктуры внутреннего валютного рынка, которому пришлось быстро адаптироваться к стремительно меняющимся реалиям в национальной экономике.

В сложившихся условиях необходимо было обеспечить как бизнес, так и регулятора новыми инструментами, обеспечивающими возможность трансформации российской внешнеэкономической деятельности. Фактически это означало дедолларизацию и связанную с ней диверсификацию валютных инструментов. Большой вклад в развитие валютного рынка в новых условиях внесла Московская биржа как основная площадка по организованной торговле валютами в стране.

В частности, в 2022 году на Московской бирже в условиях диверсификации внешней торговли России были организованы торги пятью новыми валютами — таджикским сомони, узбекским сумом, киргизским сомом, армянским драмом и южноафриканским рэндом. Для данных инструментов стали доступны как операции «спот», так и свопы. Для повышения ликвидности в валютных парах на валютном рынке биржи также был расширен перечень инструментов с мелкими лотами, увеличен шаг цены по отдельным валютным парам. Также были расширены временные интервалы торгов валютами дружественных стран [1].

Трансформация биржевого валютного рынка под новые потребности бизнеса оказалась востребованной на рынке. По данным ПАО Московская биржа, только за 2022 год активность в валютной паре бел. руб./ рос. руб. (BYN/RUB) выросла более, чем в 400 раз, в валютных парах кит. юань/ рос. рубль (CNY/RUB) и казах. тенге/ рос. руб. (KZT/RUB) — почти в 130 раз, в валютной паре — тур. лира/ рос. руб. (TRY/ RUB) — почти в 20 раз. Суммарная доля операций с валютами дружественных стран на биржевом рынке «спот» выросла за 2022 год почти до 40% (на начало года — менее 1%) при одновременном снижении до 40% доли операций с долл. США (на начало года — более 80%). На фоне происходящей трансформации на биржевом валютном рынке наблюдался значительный рост активности финансовых институтов из стран ЕАЭС, суммарный оборот которых на бирже вырос в 2022 году по сравнению с предыдущим годом более, чем на 80%.

Расширение возможностей торговли на биржевом валютном рынке продолжилось и в 2023 году.

Что касается регулятора, то Банк России в условиях ограничений на операции с валютами недружественных стран также был вынужден, для обеспечения возможности регулирования и содействия развитию валютного рынка, пересмотреть как свой инструментарий, так и методику определения официальных курсов иностранных валют к российскому рублю.

В частности, регулятор, как и непосредственные участники рынка, также переориентировался на использование валют дружественных стран. При реализации денежно-кредитной политики и проведении операций по поручению Минфина

России, в том числе в рамках бюджетного правила и «зеркалирования» операций со средствами ФНБ, стали использоваться китайские юани.

С апреля 2022 года были внесены изменения и в методику установления официальных курсов иностранных валют к российскому рублю [10], согласно которым Банк России стал устанавливать официальные курсы китайского юаня и евро на основе биржевых валютных торгов на Московской бирже, а не посредством использования кросс-курсов к доллару США, как это было ранее.

В результате произошедшей трансформации инфраструктуры национального валютного рынка операции с недружественными валютами по-прежнему занимают значительную долю на валютном рынке, но они значительно уступили свои позиции другим валютам, в первую очередь китайскому юаню, что в целом коррелирует с соответствующими изменениями в структуре расчетов по внешнеторговым операциям российского бизнеса. В частности, в структуре объема торгов на валютном рынке (биржевом и внебиржевом) доля китайского юаня в марте 2024 года достигла более, чем 53% и около 40% соответственно [11].

Доли объемов торгов валютами других стран, не относящихся к недружественным (кроме Китая), также выросли, преимущественно на внебиржевом рынке, но их общая суммарная доля в общем объеме торгов на валютном рынке в марте 2024 года составила всего несколько процентов. К числу наиболее востребованных из указанных валют можно отнести, в порядке убывания объема торгов, казахстанский тенге, турецкую лиру, белорусский рубль и армянский драм. Доли других валют рассматриваемой категории незначительны.

В результате, если в 2022 году на фоне санкционных ограничений на операции с валютами недружественных стран и ухода нерезидентов из указанных стран отмечено значительное снижение объемов торгов на валютном рынке Московской биржи, преимущественно за счет сокращения активности в форвардных сделках и в сделках своп, где иностранные участники рынка традиционно использовали стратегию вхождения в короткие позиции по иностранным валютам и в длинные — по российскому рублю [12], то с конца 2022 года на фоне трансформации инфраструктуры валютного рынка наметилась отчетливая тенденция к росту объемов торгов на нем, которые всего за год — к концу 2023 года фактически полностью восстановились, достигнув уровней 4 кв. 2021 г. — 1 кв. 2022 г. [13] (рис. 5).

Сегменты внутреннего валютного рынка

Спецификой соотношения различных сегментов внутреннего валютного рынка в современных условиях стали в том числе возникшие в результате санкций и последовавших за ними внутренних ограничений диспропорции между рынками наличной и безналичной иностранной валюты, которые уже имели место ранее в истории национального валютного рынка, но причины и контекст были иными.

В частности, в результате введенных Евросоюзом и США в 2022 году эмбарго на экспорт, реэкспорт, продажу и поставку в Россию наличных евро и долл. США (соответственно) и введенных Банком России ограничений на снятие наличной иностранной валюты внутри страны в пределах 10 тыс. долл. США со счета или вклада, открытого до 9 марта 2022 года, образовалась разница в курсообразовании между рынками наличной и безналичной иностранной валюты. Примеры расхождений между курсами разных сегментов рынка на основе данных валютного рынка Московской биржи и популярного ресурса РБК «Рынок наличной валюты» [14] приведены в таблице 2.

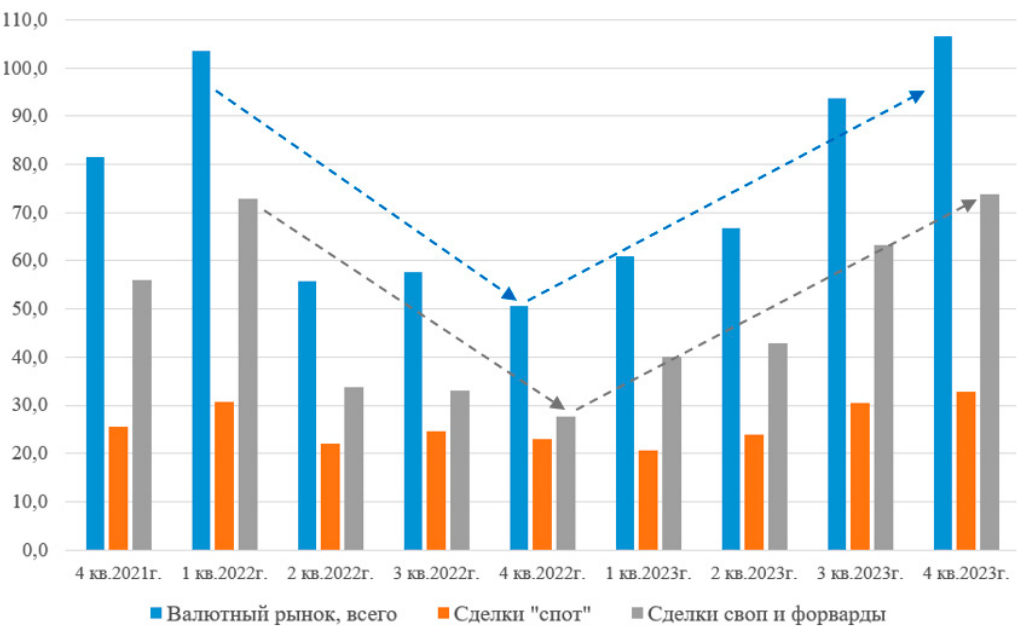


Рис. 5. Динамика объема торгов на валютном рынке Московской биржи в разрезе основных сегментов рынка в 4 кв. 2021 – 4 кв. 2023 гг., трлн. руб.

Источник: разработано автором.

Таблица 2

Курсы доллара США к российскому рублю на безналичном биржевом и наличном сегментах внутреннего валютного рынка России по состоянию на 14-00 07.05.2024

Биржа/ банк	Курс, руб. за 1 долл. США	
	Продать	Купить
Московская биржа (USDRUB_TOM)	91,12	
ООО «Камкомбанк»	92,51	93,09
АКБ «ТЕНДЕР-БАНК» АО	92,5	93,6
АО КБ «ЮНИСТРИМ»	92,5	95
АО Ингосстрах Банк	92,45	93,45
«СДМ-Банк» (ПАО)	92,4	94,2
АО «Солид Банк» Московский филиал	92,2	92,9
АКБ «Ланта-Банк» (АО)	92,1	93,6
АО «НС Банк»	92	94,1
АО «Банк ФИНАМ»	91,9	94
...	...	...
ПАО «Сбербанк»	91,3	93,9

Источник: разработано автором.

Как видно из таблицы 2, многие банки покупают наличную иностранную валюту заметно дороже ее стоимости на валютном рынке Московской биржи. Даже ПАО «Сбербанк» предлагает более выгодный курс в сравнении с биржевым. При этом ввиду ограничений на перевод иностранной валюты из безналичной формы в наличную провести арбитраж стандартным путем не представляется возможным.

Уникальность текущей ситуации состоит в том, что если ранее в истории российского валютного рынка разница между наличными и безналичными курсами иностранных валют была вызвана в основном тем, что курс на бирже ввиду различных мер и обстоятельств мог не отражать реальный рыночный баланс спроса и предложения иностранной валюты, то сейчас баланс есть (с учетом продажи экспортной выручки), но нет ее свободного перетока из безналичной в наличную форму, в результате чего возникла разница между факторами спроса и предложения на иностранную валюту на наличном и безналичном сегментах рынка.

Цифровизация валютных отношений

Трансформация национального валютного рынка происходит не только в связи со введенными в отношении России масштабными санкциями и трансформацией экономики в целом, но и ввиду дальнейшей эволюции сферы валютных отношений, которую, с одной стороны, необходимо учитывать как объективную реальность при развитии рынка, с другой — пользоваться теми возможностями, которые предоставляют новые технологии в рассматриваемой сфере для решения поставленных задач, в том числе по преодолению последствий санкций.

Одним из ключевых трендов последнего десятилетия является стремительное развитие различных форм цифровых валют, среди которых особую популярность приобрели криптовалюты. Капитализация мирового рынка криптовалют составляет уже более 2 трлн. долл. США, а их количество исчисляется тысячами.

Растущая популярность криптовалют обусловлена их отличительными чертами в сравнении с фиатными валютами. При этом ключевыми особенностями, делающими криптовалюты все более привлекательными по всему миру, являются их независимость от эмиссионных банков ввиду децентрализованного выпуска, трансграничность, позволяющая осуществлять переводы вне традиционной банковской инфраструктуры с учетом правовых и иных особенностей каждой отдельно взятой юрисдикции, а также относительная анонимность операций, что является важным фактором в противодействии финансовому мошенничеству.

Цифровые валюты, в том числе криптовалюты, в своей эволюции за короткое время дошли до такого уровня развития, на котором ряд стран, в том числе Россия, стал официально разрабатывать и внедрять цифровые аналоги фиатных валют, встраивая их в свои системы денежного обращения. Отдельные же страны, например Сальвадор, осуществили признание криптовалют в качестве официального средства платежа. Таким образом, на современном уровне развития информационных и финансовых технологий трансформируется само содержание понятия «валюта», и это не может не учитываться при развитии странами своих денежной и валютной систем.

Более того, на современном этапе развития криптовалюты стали рассматриваться участниками рынка в качестве альтернативы традиционной банковской системе, даже выступая в отдельных случаях в качестве «защитного актива» при кризисных явлениях в банковской системе. Ярким примером данного обстоятельства

стал резкий рост вложений в криптовалюты в первой половине 2023 года в моменты появления информации о финансовых проблемах у региональных банков США.

Осознавая популярность и дальнейший потенциал криптовалют, особенно в свете одобрения регулятором в США (The United States Securities and Exchange Commission, SEC) ETF на криптовалюту, даже классические регулируемые биржи стали все более активно заходить на данный рынок. По данным WFE [15], в 2023 году 12 из 17 бирж, вошедших в исследование, уже предлагали различные продукты и услуги, связанные с криптовалютами (индексные продукты, инструменты срочного рынка, токены, услуги хранения и др.). Ряд бирж рассматривали возможность внедрения таких продуктов и услуг. Их основными пользователями пока являются розничные инвесторы, но интерес институциональных инвесторов к данному рынку увеличивается.

Применительно к российской проблематике функционирования внутреннего валютного рынка в условиях санкций потенциал цифровых валют видится в двух аспектах. Во-первых, очевидно, что на определенном этапе обращения планируемого Банком России к внедрению цифрового рубля возникнет вопрос его интеграции во внутренний валютный рынок.

С другой стороны, цифровые валюты, в том числе криптовалюты, содержат в себе потенциал, который может быть использован для преодоления затруднений, связанных с санкционным давлением в рамках действующей мировой финансовой системы.

Кроме того, цифровые валюты предоставляют возможность построения на их базе новых, в том числе, коллективных расчетных единиц, на которые не будет монополии у отдельно взятых стран. В этом смысле цифровые валюты могут стать основой для построения новой мировой валютной системы.

Выводы

По результатам исследования поведения национального валютного рынка в условиях санкционных ограничений, масштабное введение которых в отношении России началось в конце первого квартала 2022 года, выявлено, что рынок претерпел очевидную трансформацию по ряду направлений.

Во-первых, произошли изменения в роли и характере влияния различных факторов ценообразования на валютном рынке России. В связи с дисбалансами спроса и предложения на твердую иностранную валюту, имевшими различные проявления в разные периоды 2022–2023 гг. и обусловленными, главным образом, уходом с финансового рынка России нерезидентов из недружественных стран и давлением санкций на экспортные и импортные операции российского бизнеса, ключевым фактором курсообразования на отечественном валютном рынке стало участие государства, проявляющееся в различных формах — от административных ограничений и требования об обязательной продаже российским бизнесом экспортной валютной выручки до рыночных операций Банка России, связанных в том числе с реализацией бюджетного правила и «зеркалированием» операций Минфина России со средствами ФНБ. При этом классический для российского рынка инструмент обеспечения стабильности на валютном рынке — валютные интервенции — имел ограниченное применение в моменты шоков на рынке в связи с санкциями, коснувшимися в том числе возможностей Банка России по проведению данных операций.

Негативные последствия существенных диспропорций на внутреннем валютном рынке для отечественной экономики — как значительного обесценения национальной валюты, провоцирующего инфляцию, так и ее резкого укрепления, отражающегося, в том числе на финансовых результатах экспортеров и бюджетных показателях, вынудили Россию вновь, как и почти 25 лет назад, хотя и в другом контексте, вынужденно перейти к режиму управляемого плавающего валютного курса.

Во-вторых, в условиях ухода из страны капитала нерезидентов из недружественных стран, включая проведение так называемой политики «divestment», и введения внутренних валютных ограничений сократилось влияние на курс национальной валюты иностранных (зарубежных) прямых, портфельных и прочих инвестиций.

В-третьих, в отдельные периоды 2022–2023 гг. наблюдалось специфическое для отечественного валютного рынка проявление такого фактора курсообразования как использование твердой валюты в качестве «защитного актива». В частности, в конце 1-го квартала — во 2-м квартале 2022 года, несмотря на общую макроэкономическую неопределенность, введенные Банком России ограничения на использование иностранной валюты и неясность перспектив использования в России валют недружественных стран в целом привели к сокращению вложений в них со стороны домашних хозяйств. Ужесточение Банком России во втором полугодии 2023 года денежно-кредитной политики в целях борьбы с инфляцией, обусловившее значительное повышение безрисковой ставки на финансовом рынке, вкупе с относительной стабильностью курса национальной валюты также привело к снижению в 4-м квартале 2023 года интереса домашних хозяйств к твердой иностранной валюте.

Трансформация коснулась и инфраструктуры внутреннего валютного рынка, которая активно подстраивалась под новые условия ведения внешнеэкономической деятельности. На Московской бирже в 2022–2023 гг. введено большое количество новых инструментов, в том числе валютных пар с валютами дружественных стран. Принимались меры по обеспечению ликвидности соответствующих инструментов. Как показало проведенное исследование, смещение в использовании валют произошло в основном в пользу китайского юаня. Незначительными в целом на рынке, но заметными среди других валют дружественных стран, стали объемы операций с казахстанским тенге, турецкой лирой, белорусским рублем и армянским драмом.

Происходящая трансформация на валютном рынке не могла не затронуть и инструментарий регулятора, который стал активно использовать в своих операциях, в том числе по поручению Минфина России, инструменты с китайским юанем. Трансформировался и порядок установления официальных курсов иностранных валют к российскому рублю — курсы китайского юаня, а также евро стали устанавливаться на основе результатов торгов данными валютами, а не через кросс-курсы, как это было ранее.

В ходе исследования также выявлена заметная разница в курсах иностранных валют к российскому рублю на разных сегментах внутреннего валютного рынка — курсы покупки кредитными организациями у населения наличной иностранной валюты недружественных стран в современных условиях заметно превышают их биржевые курсы на Московской бирже, что, по мнению автора, стало следствием эмбарго со стороны США и Евросоюза на экспорт, реэкспорт, продажу и поставку в Россию наличных долл. США и евро (соответственно) и введенных Банком России ограничений на трансформацию наличной иностранной валюты из безналичной в наличную форму.

Анализ современных тенденций в сфере валютных отношений показал, что для преодоления санкционных ограничений и совершенствования международных валютных отношений может быть использован потенциал цифровых валют, в том числе криптовалют, получивших активное развитие в последнее десятилетие за счет своей относительной независимости от отдельно взятых юрисдикций.

Ключевыми вопросами в проработке данного направления, очевидно, будут справедливость «дизайна» соответствующих коллективных валют для всех участников расчетов и решение организационных вопросов, связанных с их обращением и курсообразованием, что заслуживает отдельных глубоких научных исследований.

Литература

1. ПАО Московская биржа. Годовые отчеты и Отчеты о сделках с заинтересованностью. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/s1346> (дата обращения: 26.04.2024).
2. ПАО Московская биржа. Срочный рынок. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/derivatives/> (дата обращения: 27.04.2024).
3. Маняхин Т.В. Регуляторные аспекты курса рубля в российских реалиях таргетирования инфляции // Управленческий учет. 2023. № 5. С. 380-393.
4. Банк России. Факторы формирования ликвидности банковского сектора. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/flikvid/> (дата обращения: 27.04.2024).
5. Банк России. Платежный баланс Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/p_balance/ (дата обращения: 28.04.2024).
6. Банк России. Обзор рисков финансовых рынков. Ноябрь-декабрь 2021 года. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 28.04.2024).
7. Банк России. Данные по операциям Банка России на внутреннем валютном рынке. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/valintbr/ (дата обращения: 28.04.2024).
8. Банк России. Ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average). [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/ (дата обращения: 28.04.2024).
9. Банк России. Показатель сбережений сектора «Домашние хозяйства». [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/ (дата обращения: 29.04.2024).
10. Банк России. Указание Банка России от 18.04.2022 № 6118-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 14 марта 2019 года № 5094-У «О порядке установления и опубликования Центральным банком Российской Федерации официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю». [Электронный ресурс]. URL: <https://cbr.ru/Queries/UniDbQuery/File/90134/2570> (дата обращения: 30.04.2024).
11. ПАО Московская биржа. Ежемесячные объемы торгов. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/s868> (дата обращения: 30.04.2024).
12. Банк России. Обзор рисков финансовых рынков. Февраль-март 2022 года. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 30.04.2024).
13. Банк России. Обзор рисков финансовых рынков. Март 2024 года. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/orfr/> (дата обращения: 30.04.2024).
14. РБК. Рынок наличной валюты. [Электронный ресурс]. URL: <https://cash.rbc.ru/> (дата обращения: 07.05.2024).
15. WFE. A review of crypto-trading infrastructure. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/review-crypto-trading-infrastructure> (дата обращения: 07.05.2024).