

**Ершов Михаил Владимирович** —  
главный директор по финансовым исследованиям  
Института энергетики и финансов,  
доктор экономических наук.  
<http://ershovm.ru>

**Mikhail V. Ershov** —  
Institute of Energy and Finance.



## Санкции против РФ: механизмы нейтрализации

Летом 2017 г. США был подписан новый пакет санкций против России. Причем вместо набора актов и инструкций отдельных ведомств, по сути, возникает единый свод принципов, регулирующих указанный вопрос. При этом, по словам Президента РФ В.В. Путина, «санкции абсолютно незаконны с точки зрения международного права, нарушают принципы международной торговли и правила Всемирной торговой организации» [1].

Предполагается сокращение максимальных сроков предоставляемого финансирования для российских банков, находящихся под санкциями (до 14 дней), и компаний нефтегазового сектора (до 60 дней). Также президент США может запретить физическим или юридическим лицам США осуществлять инвестиции в акции и долговые инструменты, эмитированные организациями РФ, подпадающими под санкции, и вводить другие ограничения (готовится специальный доклад правительства США по данному вопросу.)

Введение таких санкций может:

- обострить проблему долгосрочного валютного фондирования для экономики РФ;
- увеличить долю краткосрочных финансовых ресурсов на рынке;
- усилить спекулятивный характер российского финансового рынка;
- спровоцировать выход нерезидентов из российских госбумаг и бумаг компаний с госучастием, снижая их котировки.

Это также увеличит волатильность валютного рынка и может оказать дестабилизирующее воздействие на финансовый сектор в целом, увеличивая на нем долю краткосрочных инвесторов.

При этом представляется, что, хотя принятые санкции могут создать определенные трудности для России в финансовой сфере, у регуляторов есть необходимые механизмы, которые позволят им эффективно нейтрализовать возникающие проблемы.

### УДК

Принятые летом 2017 г. санкции против России повлекут за собой обострение проблемы долгосрочного валютного фондирования для экономики РФ, увеличение доли краткосрочных финансовых ресурсов на рынке, усиление спекулятивного характера финансового рынка России. В статье рассматриваются некоторые из возможных мер, которые необходимо предпринять российским регуляторам и бизнесу, для обеспечения стабильности рынка и минимизирования для себя негативные последствия санкций.

### Ключевые слова

Санкции против России, валютный рынок, финансовый рынок, внутренние источники фондирования, ЦБ РФ.



Российским регуляторам и бизнесу требуется принять дополнительные меры для обеспечения стабильности рынка и минимизировать для себя негативные последствия санкций. Это делает необходимым комплексное использование различных компонентов и механизмов, которые позволили бы российской экономике нейтрализовать возникающие отрицательные эффекты, одновременно создавая возможности для ускорения ее роста.

Рассмотрим некоторые из возможных мер.

### **Валютный рынок**

Для обеспечения необходимого уровня устойчивости в валютной сфере российским регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности установления валютного курса, которыми они располагают; это позволит участникам лучше понимать будущие тенденции валютного рынка.

➤ По словам Президента РФ В.В. Путина, «санкции абсолютно незаконны с точки зрения международного права, нарушают принципы международной торговли и правила Всемирной торговой организации».

Объем золотовалютных резервов (ЗВР) Российской Федерации сейчас превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза (423 и 215 млрд долл. соответственно). Это означает, что регулятор может установить любой целесообразный с его точки зрения уровень валютного курса, при этом полностью минимизируя уровень неопределенности и амплитуду курсовых колебаний.

Кроме того, для минимизации рисков, связанных с нежелательным давлением на курс

## **Sanctions against the Russian Federation: mechanisms of neutralization**

The sanctions adopted in the summer of 2017 against Russia will entail an aggravation of the problem of long-term foreign exchange funding for the Russian economy, an increase in the share of short-term financial resources on the market, and augmenting the speculative nature of Russia's financial market. The article looks at some of the possible measures that Russian regulators and businesses need to take to ensure market stability and minimize the negative effects of sanctions on themselves.

### *Keywords*

Sanctions against Russia, the foreign exchange market, the financial market, internal sources of funding, the CBR.

рубля, необходимо предусмотреть комплекс мер, направленных на дестимулирование ухода рублей в валюту (за счет использования более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями, — норм резервирования, достаточности капитала и др., налоговых стимулов, а также иных механизмов, предотвращающих нецелевой переток средств, дестабилизирующий рынок, посредством использования спецсчетов, валютных позиций и иных рычагов).

Важно обеспечить необходимый приток валюты на рынок, для чего следует стимулировать экспортеров к продаже валюты через использование широкого комплекса мер (налоговых рычагов, резервов, балансовых нормативов), формирующих более выгодные условия хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте.

Целесообразна диверсификация рынков и источников привлекаемых валютных ресурсов. Речь может идти, в частности, о финансовых системах японской иены, швейцарского франка, юаня и др.

В чрезвычайных случаях острой валютной дестабилизации возможно рассмотреть специальные механизмы временного срока действия для восстановления стабильности на рынке: прекращение торгов в случае провала валютного курса на определенную величину (как разовая мера, которая практикуется на многих валютных рынках, включая рынки развитых стран); возобновление продажи части валютной выручки

для пополне-

ния необходимого объема ЗВР как механизм, повышающий валютную стабильность, и др.

### **Финансовый рынок**

Запланирована подготовка правительственного доклада США относительно возможного ограничения для американских участников операций с российскими госбумагами. Возможные ограничения, очевидно, могут негативно повлиять на ликвидность российского рынка госдолга и на его стабильность (с учетом высокой доли на нем нерезидентов — около 30%). Это потребует чрезвычайных стратегических мер, направленных на стабилизацию ситуации<sup>1</sup>.

С учетом того, что указанные шаги были продиктованы чрезвычайными и незапланированными мерами (санкциями), российская сторона для сохранения финансовой стабильности вправе также вводить срочные и незапланированные меры. Они могут предполагать новые условия такого вывода средств<sup>2</sup>.

При необходимости целесообразно увеличение сроков вывода этих средств (или использование других ограничений) на период, необходимый для стабилизации ситуации, одновременно следует предусмотреть возможность альтернативных вложений для финансовых ресурсов, высвобождаемых после продажи ОФЗ, и другие инструменты. В целом такие рублевые и валютные ресурсы будут направляться на восполнение ликвидности российского финансового рынка, что в свою очередь будет способствовать сохранению его глубины и стабильности.

Также валютным экспортерам может быть предложена либо продажа части их валютной выручки, либо ее направление на покупку российских валютных облигаций в восполнение тех валютных инвестиций, которые могут сократиться вследствие выхода иностранных участников из российских активов из-за санкций.

Масштабные продажи российского госдолга со стороны американских инвесторов могут привести к снижению его цены и росту его доходности, что повысит стоимость обслуживания таких долгов для их эмитентов. В этой ситуации могут быть оправданы интервенции



регуляторов вплоть до использования механизмов рублевой эмиссии под покупку госбумаг для пополнения необходимого объема рублевой ликвидности с целью недопущения провала рынка (подобный механизм широко используется в международной практике).

Целесообразно создание специального валютного фонда, средства которого будут использоваться не только на стабилизацию валютного рынка, но также и на обеспечение и обслуживание валютного фондирования и других валютных операций, требующих валютного обеспечения. Такой фонд также будет абсорбировать высвобождающуюся валютную ликвидность, которая возникнет после продажи американских казначейских облигаций и т.п. (см. подробнее п. 12).

Необходимо рассмотреть возможность ограничения для российских инвесторов покупки зарубежных, в первую очередь американских, госбумаг, а также сокращения уже существующих российских вложений в эти инструменты. Это особенно актуально в ситуации, когда вложения российских инвесторов в американские казначейские облигации превышают 100 млрд долл. (июль 2017 г.).

Необходимо сократить вложения ЗВР России в американские активы, они остаются крайне высокими с учетом нынешней геополитической ситуации. На конец 2016 г. в американские активы вложено 24% активов Банка России, что чревато риском замораживания этих средств<sup>3</sup>.

Причем и до введения санкций, и после картина принципиально не изменилась (рис. 1).

Можно также обозначить возможность рассмотрения на международном уровне компенсации ущерба, который возник у участников международной валютно-финансовой системы после односторонней отмены США в 1971 г. международных правил обмена долларов на золото, что привело к краху Бреттон-Вудской системы.

Прецеденты подобных исков на основе событий прошлых лет наблюдаются даже в новейшей истории. В частности, к РФ в 2000-е годы были предъявлены претензии относительно погашения нашей страной обязательств, взятых Россией до 1917 г., перед их держателями в других странах.

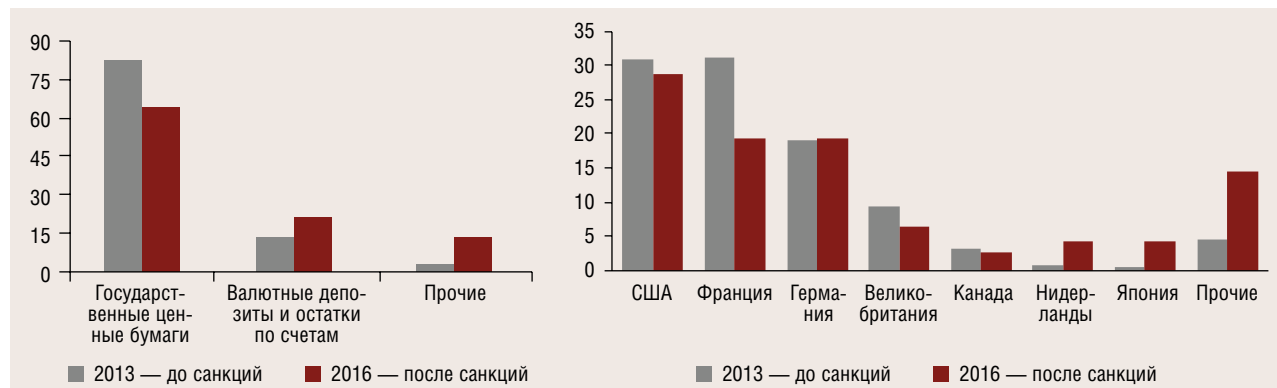
В связи с этим было бы оправданно оценить размер потерь всех стран, компаний, а также частных долларовых вкладчиков, которые имели доллары к 1971 г. и для которых пересмотр правил игры означал серьезные убытки, и рассмотреть вопрос о механизмах возможной компенсации.

### **Длинные деньги и расширение внутренних источников фондирования**

Для недопущения негативного влияния на российскую экономику со стороны зарубежных источников финансовых ресурсов важно обеспечить приоритетную роль *внутренних* источников монетизации.

Рисунок 1

Размещение ЗВР России: до и после введения санкций, %



Источник: годовые отчеты ЦБ РФ за 2013 и 2015 гг.

Фактически же роль внешних займов опять начала возрастать (рис. 2). А новая версия денежно-кредитной политики на будущий период вновь предусматривает, что главным источником монетизации будут внешние рынки.

В настоящее время, как видно из рис. 3, практически вся эмиссия (95%) осуществляется на основе международных источников, то есть под привлеченные валютные кредиты и под поступающую валютную выручку экспортеров.

В связи с этим целесообразно провести последовательное замещение иностранных заимствований контролируемых государством банков и корпораций внутренними источниками кредита. Для этого представляется актуальным расширение механизмов и инструментов финансирования экономики со стороны ЦБ РФ и Минфина России.

По примеру развитых стран монетарным властям целесообразно делать упор на формировании длинных ресурсов, основанных на использовании целевых государственных бумаг (в том числе связанных с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов), которые дополняются инструментами среднесрочного финансирования. Это будет способствовать созданию мощной основы длинных ресурсов в экономике и снижению процентных ставок.

Такие механизмы в первую очередь предполагают размещение госбумаг на внутреннем рынке с участием своего ЦБ в качестве покупателя этих бумаг (как это происходит в самых зре-

**➤ Санкции подталкивают российских регуляторов к проведению последовательной и активной политики создания внутренних основ развития экономики, которые сделают санкции неэффективными.**

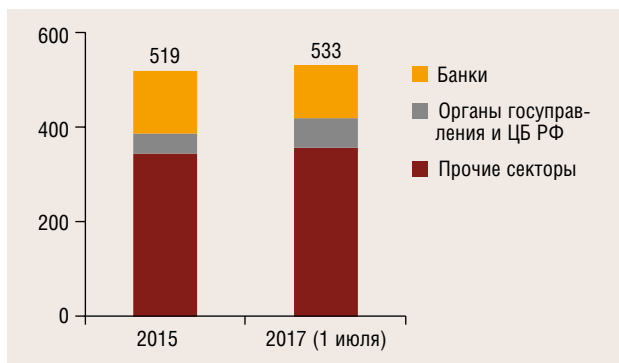
лых экономиках мира, например в США и Японии, где эмиссия национальных валют на 85–95% (см. рис. 3) осуществляется в результате покупки центральными банками своих госбумаг).

При этом эта эмиссия носит целевой характер (на ипотеку, на малый бизнес и др.). Причем, как правило, это длинная и сверхдлинная эмиссия на 30–40 лет (в США даже не исключают возможности эмиссии сроком до 100 лет). При этом купленные ЦБ бумаги хранятся у него в течение всего срока, а не поступают на рынок и не оттягивают оттуда деньги. При истечении срока бумаг операция по их купле-продаже может повторяться вновь, что делает длинные деньги фактически бессрочными.

Подчеркнем, что та незначительная роль, которую в настоящее время российские госбумаги играют в формировании рублевой финансовой системы (менее 5% накопленной рублевой эмиссии ЦБ РФ), указывает на сохраняющийся высокий уровень зависимости РФ от мировой конъюнктуры и мировых источников финансовых ресурсов и показывает

**Рисунок 2**

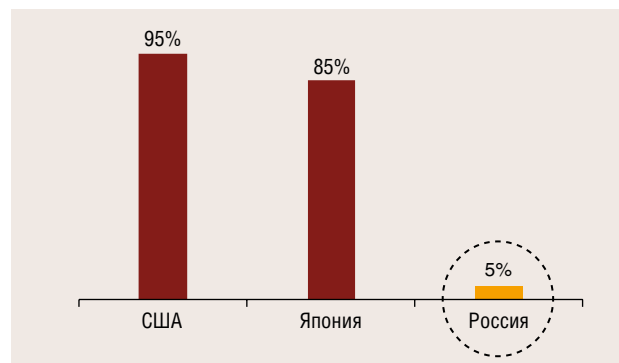
**Внешний долг РФ, млрд долл.**



Источник: ЦБ РФ

**Рисунок 3**

**Доля национальных госбумаг в эмиссии национальной валюты**



Источник: по данным центральных банков соответствующих стран

большие неиспользуемые возможности формирования прочных национальных основ российской финансовой системы.

### **Дополнительные меры**

ЦБ РФ помимо возложенных на него задач следует в соответствии с мировой практикой также отвечать за экономический рост, что даст возможность использовать широкий набор мощных инструментов (механизмы формирования денежных ресурсов — длинных и коротких, механизмы, определяющие цены этих ресурсов, механизмы обеспечения ликвидности в экономике в целом и др.), находящихся в распоряжении ЦБ, для их применения в целях создания условий устойчивого экономического развития РФ.

На нынешнем этапе экономического развития РФ санкции очевидно весьма нежелательны, так как затрудняют необходимый экономический рост нашей страны. Но и для западных стран санкции создают препятствия с точки зрения выстраивания взаимовыгодного механизма сотрудничества и формирования условий, расширяющих возможности их собственного развития. Более того, эти санкции, по словам самого президента США, противоречат американской Конституции.

В то же время санкции подталкивают российских регуляторов к проведению последовательной и активной политики создания внутренних основ развития экономики, которые сделают санкции неэффективными. Всеми необходимыми рычагами и возможностями наши регуляторы располагают. Это лишь вопрос экономической воли. Хотелось бы, чтобы в нынешних условиях она проявилась в полном объеме. От этого российская экономика только выиграет.

ПЭС 17134 / 02.10.2017

### **Примечания**

1. Общий объем, который может быть предъявлен нерезидентами нашему валютному рынку после полного выхода



из ОФЗ, составляет около 6% месячного оборота валютного рынка, или чуть больше его оборота за 1 день. Хотя эта цифра относительно невысока, если выход будет происходить за короткий период, это может сказаться на стабильности валютно-финансового рынка.

2. Даже законодательство международных организаций предполагает, что для обеспечения финансовой стабильности допускается использование незапланированных ранее механизмов, применение которых в новой складывающейся ситуации становится оправданным.

3. О том, что США могут конфисковать иностранные активы в случае обострения ситуации, говорил недавно бывший председатель Банка Англии М. Кинг: При серьезных обострениях отношений иностранные активы могут быть аннулированы [2].

Можно также напомнить конфискационные меры, к которым США неоднократно прибегали в прошлом. В частности, за последние годы имела место заморозка средств, размещенных в США рядом стран Арабского Востока. Напомним и о блокировании средств стран — союзниц США (!), размещенных в американских банках во время Второй мировой войны, и о других прецедентах подобного рода, включая односторонний отказ США от обмена долларов на золото в 1971 г.

### **Источники**

1. Совместная пресс-конференция с президентом Финляндии Саули Ниинистё [Сайт] // Kremlin.ru. URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/55175>.

2. King M. *Misguided policies and economic risk* // Gold Investor. 2016. June. P. 14–17.

### **References**

1. Sovmestnaya press-konferentsiya s prezidentom Finlyandii Sauli Niiniste [Joint press conference with Finnish President Sauli Niiniste]. *Kremlin.ru*, available at: <http://kremlin.ru/events/president/news/55175>.

2. King M. *Misguided policies and economic risk*. Gold Investor, 2016, June. P. 14–17.