



Актуальные тренды развития финансовой инфраструктуры и трансформации валютного рынка России

Виктория Юрьевна Мишина

E-mail: mishinavic@gmail.com, ORCID: 0000-0003-0784-5711

Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН,
г. Москва, Российская Федерация

Любовь Игоревна Хомякова

E-mail: ljubajob@rambler.ru, ORCID: 0000-0001-5102-676X

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Статья содержит анализ основных изменений валютного рынка России в условиях современных реалий — беспрецедентного геополитического давления, трансформации финансового, валютного и платежного ландшафта под влиянием санкций. Целью статьи является исследование развития рублевых расчетов, влияния финансовой интеграции и торговли валютами дружественных стран на структурные сдвиги российского валютного рынка. Отмечено существенное снижение доли доллара в международных расчетах, резервах, операциях на валютном рынке. Большое внимание уделяется современным трендам дедолларизации и диверсификации финансовых рынков, которые сформировались в рамках российской финансовой инфраструктуры под влиянием сложных внешних условий. Авторы проводят исследование с целью ответить на дискуссионный вопрос — является ли рост популярности национальных валют закономерным или случайным — и подкрепляют свои выводы историческими статистическими данными по операциям на валютном рынке.

Ключевые слова: валютный рынок, биржевой рынок, конверсионные операции, расчеты, рубль, интеграция, дружественные страны

JEL: F02, F31, G15, G20

Для цитирования: Мишина В. Ю., Хомякова Л. И. Актуальные тренды развития финансовой инфраструктуры и трансформации валютного рынка России // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 4. С. 8–23. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-4-8-23>.

© Мишина В. Ю., Хомякова Л. И., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-4-8-23>

Current Trends in the Development of Financial Infrastructure and Transformation of the Foreign Exchange Market in Russia

Victoria Yu. Mishina¹, Lyubov I. Khomyakova²

¹ Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russian Federation

² Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

¹ mishinavic@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-0784-5711>

² ljubajob@rambler.ru, <https://orcid.org/0000-0001-5102-676X>

Abstract

The article analyzes the main changes in the Russian currency market in the context of modern realities — unprecedented geopolitical pressure, changes in the financial, currency and payment landscape under the influence of sanctions. The purpose of the article is to study the directions of ruble settlements, financial integration and trade in currencies of friendly countries in response to structural changes in the Russian currency market. A significant decrease in the share of the dollar in international payments, reserves and transactions in the foreign exchange market is noted. Much attention is paid to the current trends of dedollarization and diversification of financial markets, which the exchange infrastructure has developed under the influence of difficult external conditions. The authors conducted a study to answer the debatable question of whether the rise in popularity of national currencies was natural or accidental. They support their conclusions with historical statistical data on transactions in the foreign exchange market.

Keywords: foreign exchange market, currency market, conversion operations, settlements, ruble, integration, friendly countries

JEL: F02, F31, G15, G20

For citation: Mishina V.Yu., Khomyakova L.I. (2024). Current Trends in the Development of Financial Infrastructure and Transformation of the Foreign Exchange Market in Russia. *Financial Journal*, 16 (4), 8–23 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-4-8-23>.

© Mishina V.Yu., Khomyakova L.I., 2024

ВВЕДЕНИЕ

В условиях глобальной неопределенности и изменений на валютных и финансовых рынках у их участников возникает необходимость поиска новых форм и методов сохранения сбережений при одновременном поиске источников доходности и инструментов хеджирования рисков. Дж. М. Кейнс писал, что желающие сохранить прямой и оперативный контроль над своими сбережениями предпочитают хранить их в абсолютно ликвидной форме — в деньгах. Он выделял три мотива предпочтения ликвидности в форме денег — мотив предосторожности (потребность в «подушке безопасности» в виде будущего денежного эквивалента определенной доли всех ресурсов), транзакционный мотив (потребность в деньгах для расчетов по бизнес-транзакциям физических и юридических лиц); спекулятивный мотив (потребность в наличных деньгах для получения прибыли от способности предугадывать будущее лучше, чем остальные участники рынка) [Кейнс, 2007].

Традиционно эту роль выполняли свободно конвертируемые валюты, в первую очередь — доллар США и евро. Многие государства использовали доллар в качестве валюты-якоря и хранилища стоимости, ограничивая колебания своих валют относительно доллара. Также эксперты выделяли связанные с этим процессы финансовой и реальной долларизации [Armas et al., 2006; Алехин, 2023].

РОСТ ПОПУЛЯРНОСТИ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ: ЗАКОНОМЕРНОСТЬ ИЛИ СЛУЧАЙНОСТЬ?

Вместе с тем происходящие на мировой арене события начали оказывать активное влияние на исторически сложившуюся картину мира. Так, доля доллара в мировых валютных резервах постепенно уменьшается — в начале 2000-х гг. она составляла чуть более 70%, а по итогам 2023 г. — 58,4%¹. Это отражает снижение роли доллара США в мировой экономике перед лицом конкуренции со стороны других валют, используемых в международных операциях. Ожидается, что доля доллара США в мировых резервах будет продолжать падать, поскольку центральные банки ряда стран стремятся к дальнейшей диверсификации валютной структуры своих резервов. Несколько стран, например Россия, уже заявили о своем намерении сделать это. Так, Банк России, оценивая санкционное давление, последовательно снижал долю доллара в резервах по мере нарастания геополитических рисков. На конец 2023 г. международные резервы Банка России составили 598,6 млрд долларов США, из которых 442,7 млрд долл. США приходилось на валютные активы и 155,9 млрд долл. США — на монетарное золото. При этом Банк России отмечает возрастающую роль юаня².

Исходя из геополитических соображений увеличили долю резервов в альтернативных валютах (китайский юань, австралийский доллар, канадский доллар) и другие страны мира — Израиль, Китай, Турция, Чили³. Заметной тенденцией в 2022–2023 гг. стало увеличение покупки золота центральными банками ряда стран мира в качестве страховочного механизма от санкций⁴. В целом угроза санкций влияет на выбор резервной валюты, поскольку санкции мешают экономическому использованию валютных резервов, которые, по сути, выступают своеобразным «буфером» — являются и инструментом управления валютным курсом, и инструментом страхования от потрясений в международной торговле и инвестициях.

Заморозка резервов Банка России в рамках санкционного давления создала прецедент утраты доверия стран мира (в особенности развивающихся) к доллару США и привела к предположению о возможной потере долларом его доминирующего статуса, хотя некоторые западные эксперты находят данное предположение спорным. Так, в работе экспертов Национального бюро экономических исследований приведены доводы в пользу укрепления позиций доллара в качестве ключевой международной резервной валюты [Dooley et al., 2022]. Экономист Федеральной резервной системы США К. Уайсс рассматривает четыре сценария снижения роли доллара как мировой резервной валюты из-за геополитических факторов. Один из сценариев предусматривает потерю доминирующего положения доллара, но он, по мнению Уайсса, маловероятен [Weiss, 2022]. Другие эксперты указывают на поиск альтернативных резервных и платежных валют, поскольку доверие к Федеральной резервной системе было подорвано. В качестве примера можно привести Китай, который в рамках политики интернационализации юаня нарастил его долю в своих трансграничных платежах и поступлениях с нуля в 2010 г. до 48% в 2023 г., снизив долю доллара с 83 до 47%⁵. Российские эксперты [Ткаченко (ред.), 2021] и представители

¹ *Currency composition of official foreign exchange reserves*. IMF, 2024. URL: <https://data.imf.org/?sk=6ба5f467-с14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>.

² *Годовой отчет Банка России 2023*. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49041/ar_2023.pdf.

³ По данным соответствующих центральных банков.

⁴ *Geopolitics and its Impact on Global Trade and the Dollar*. First Deputy Managing Director Gita Gopinath Series on the Future of the International Monetary System (IMS). IMF. May 7, 2024. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2024/05/07/sp-geopolitics-impact-global-trade-and-dollar-gita-gopinath>.

⁵ *Yuan Overtakes Dollar as China's Most Used Cross-Border Currency*. Bloomberg. 26.04.2023. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-26/yuan-overtakes-dollar-as-china-s-most-used-cross-border-currency>.

Народного Банка Китая⁶ также связывают эти тенденции с реализацией инициативы «Пояс и Путь». Данная инициатива способствовала увеличению количества операций в китайской валюте, тем самым повысив ее распространенность в Юго-Восточной Азии. Кроме того, создание рынков облигаций, выраженных в юанях, сыграло значительную роль в облегчении доступа предприятий к финансированию в юанях, что увеличило их использование в регионе. Свою роль сыграла и Чиангмайская инициатива как важное многостороннее соглашение о валютном обмене между десятью странами — членами АСЕАН, которая способствовала решению краткосрочных проблем с ликвидностью в регионе и дополнила существующие международные финансовые механизмы.

Российские специалисты рассматривают происходящие процессы дедолларизации и роста популярности других валют как объективно закономерный процесс [Швандар и др., 2018; Мишина, Хомякова, 2020; Mamedov et al., 2022; Mishina, Khomyakova, 2023]. Доли западных валют последовательно снижаются в финансовых потоках (инвестициях, платежах за товары и услуги, денежных переводах физических лиц) и в операциях на валютном рынке. Отмечается рост востребованности национальных валют в регионах, близких по географическим, политическим, культурным особенностям. [Perez-Saiz H. et al., 2023]. И хотя доллар продолжает лидировать в операциях, проводимых с использованием SWIFT, в них также происходят существенные изменения в части увеличения доли валют, отличных от доллара и евро (табл. 1).

Таблица 1

Доля валют в операциях SWIFT (с использованием форматов MT103, MT202 — клиентские и межбанковские платежи), сентябрь 2023 г. к сентябрю 2022 г., %

№	Наименование валюты	Доля в 2022 г.	Доля в 2023 г.
1	Доллар США	42,31	46,58
2	Евро	35,15	23,60
3	Фунт стерлингов	6,54	7,32
4	Йена	2,88	4,20
5	Юань	2,44	3,71
6	Канадский доллар	1,67	2,50
7	Гонконгский доллар	1,16	1,75
8	Австралийский доллар	1,32	1,57
9	Сингапурский доллар	0,34	1,12
10	Швейцарский франк	0,98	1,02
11	Норвежская крона	0,72	0,79
12	Шведская крона	0,66	0,77
13	Польский злотый	0,57	0,77
14	Таиландский бат	-	0,45
15	Датская крона	0,36	0,43
16	Малазийский ринггит	0,42	0,39
17	Мексиканское песо	0,27	0,35
18	Новозеландский доллар	0,32	0,33
19	Филиппинское песо	-	0,31
20	Южноафриканский рэнд	0,20	0,28

Источник: SWIFT RMB Tracker. URL: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre?page=1>.

⁶ Банк Китая отчитался об увеличении трансграничных расчетов в юанях. Синьхуа Новости. 12.10.2023. URL: <https://russian.news.cn/20231012/e8dc8a73ebbc4a43a66453c1c1f2a196/c.html>.

Справедливости ради следует отметить, что в операциях, проводимых через SWIFT, рост операций в других валютах происходит во многом за счет снижения доли евро, как следует из данных табл. 1. Китай постепенно наращивает долю своей валюты в расчетах. Санкции побудили страны искать альтернативные валюты для проведения международных трансакций, и юань стал подходящим вариантом. Растет интерес к «недолларовым» финансовым каналам и инструментам.

Существенные изменения произошли в структуре расчетов за экспорт и импорт России. На начало 2022 г. расчеты по экспорту преимущественно производились в валютах недружественных стран (87%), в основном в долларах США и евро. Доля рубля при этом не превышала 12%. По данным Банка России, в 2022–2023 гг. доля токсичных валют значительно сократилась (до 20% по состоянию на конец 2023 г. и до 14,9% к марту 2024 г.). На конец декабря 2023 г. доля расчетов в рублях за экспорт составляла уже 36%, а к марту 2024 г. она достигла 44,7%.

Доля токсичных валют в расчетах по импорту сократилась с 65% в 2022 г. до 28% к концу 2023 г. и до 25,3% к марту 2024 г. При этом доля рубля в расчетах за импорт также выросла до 30,4% к концу 2023 г. и до 39,7% в марте 2024 г.⁷

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОСНОВНЫХ ПРОПОРЦИЙ ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Введение внешних санкций и вызванных этим валютных ограничений привело к изменению российского валютного рынка. Для исследования эффектов финансовой реструктуризации был проведен анализ базовых пропорций и коэффициентов, которые характеризуют: 1) соотношение объемов конверсионных операций с объемом внешней торговли; 2) долю организованной торговли и внебиржевого рынка; 3) соотношение межбанковского рынка и операций «банк-клиент».

В настоящее время в России ведутся широкие дискуссии, связанные с оценкой влияния санкционных и регуляторных ограничений на объемы поступающей на рынок валютной выручки. Однако объемы конверсионных операций не сводятся только к потокам внешней торговли, они обеспечивают комплекс потребностей различных контрагентов, охватывая движение капитала, инвестиционную деятельность, операции с иностранными ценными бумагами, накопление резервов и валютные переводы населения, а также приведенный ранее в цитате Дж. М. Кейнса «спекулятивный мотив». Поэтому объемы операций на валютных рынках, как правило, превышают экспортно-импортные потоки в несколько раз. При этом чем более в целом развит и открыт финансовый рынок страны, тем выше коэффициент, характеризующий соотношение объема конверсионных операций и внешнеторгового оборота. В табл. 2 приведены расчеты по ряду стран, которые показывают, что наибольший коэффициент у Великобритании с ее финансовым центром в Лондоне, где валютные операции обслуживают крупнейшие международные фондовые и товарные рынки. Далее идет США с высокой долей доллара в международных расчетах, резервах и гигантским рынком государственных ценных бумаг.

Большое влияние на значение коэффициента оказывают валютное регулирование страны и ограничения, связанные с движением капитала. Чем больше ограничений, тем меньше инвестиционных и спекулятивных возможностей у инвесторов на национальных финансовых рынках. Поэтому, например, Китай, несмотря на большие объемы своего внутреннего рынка, имеет соотношение меньше, чем Турция. Аналогичные пропорции складываются в ряде стран СНГ, сохраняющих серьезные регуляторные ограничения.

⁷ Валютная структура расчетов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым контрактам по географическим зонам и валютам государств в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 05.03.2022 № 430-п. Банк России. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/.

Таблица 2

Соотношение между объемом конверсионных операций и объемом внешней торговли

Страна	Объем внешне-торговых операций, млрд долл. США		Объем конверсионных операций, ADV* млрд долл. США		Соотношение объема конверсионных и внешне-торговых операций**	
	2019	2022	2019	2022	2019	2022
Великобритания	1 161	1 354	1 144	997	246,3	184,1
США	4 212	5 435	476	712	28,2	32,7
Россия	674	851	21	24	7,7	6,9
Турция	391	618	6	10	3,8	4,0
Китай	4 578	6 308	43	43	2,3	1,7
Беларусь	72	77	0,3	0,3	0,9	1,1
Казахстан	96	134	1,1	0,5	2,8	1,0

Примечания:

*ADV – Average Daily Volume – средневзвешенный объем операций.

**При расчете соотношения средневзвешенные объемы переведены в годовые объемные показатели исходя из количества рабочих дней.

Источники:

ВТО. URL: <https://globaltradedata.wto.org/official-data>.

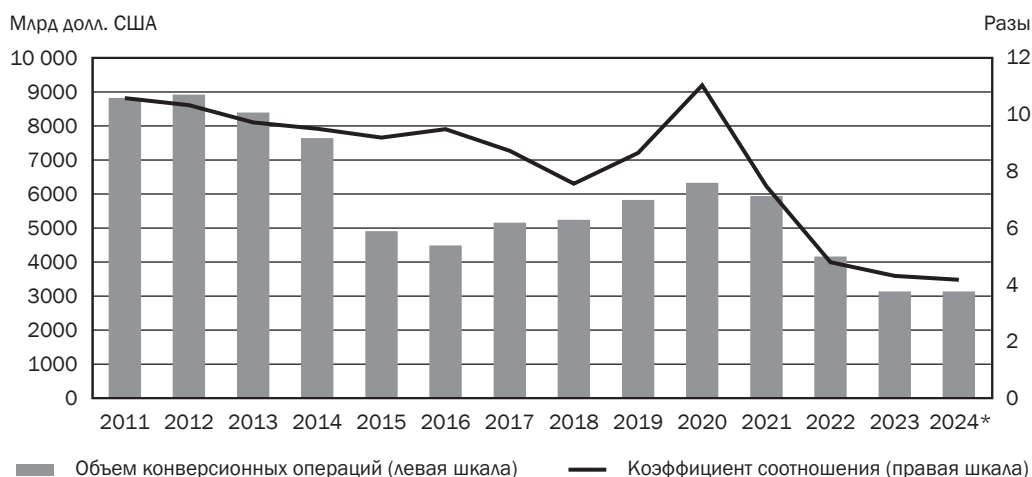
Объемы конверсионных операций Великобритании, США, Китая, Турции – статистика Банка международных расчетов (BIS). URL: <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>.

Объемы конверсионных операций России, Белоруссии, Казахстана – статистика соответствующих центральных (национальных) банков.

Россия до недавнего времени имела достаточно либеральное валютное регулирование и растущий рынок капитала, в том числе с участием нерезидентов, что определяло достаточно высокое соотношение ее конверсионных операций и торговых потоков (рис. 1).

Рисунок 1

Объем конверсионных операций (млрд долл. США в день) и коэффициент соотношения объемов валютного рынка и внешнеторговых операций (разы)



* – данные за янв. – апр. 2024 г.

Источник: Основные показатели валютного рынка. Официальный сайт Банка России. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/finr/>.

Однако с введением пакетов санкций в 2015–2016 и 2022–2023 гг., уходом западных нерезидентов с российского рынка, блокировкой счетов и заморозкой рынка еврооблигаций коэффициент, в определенной степени характеризующий международную инвестиционную и спекулятивную привлекательность российского финансового рынка, стал снижаться вместе с объемами конверсионных операций (рис. 1). Скачок коэффициента в 2020 г. связан со уменьшением объемов внешней торговли в период мировых ограничений, вызванных пандемией, в то время как финансовая индустрия довольно быстро перестроилась и продолжила развитие с применением технологий удаленного доступа.

Если рассмотреть изменение структуры валютного рынка России в этот период (рис. 2), можно увидеть, что наибольшие потери в объемах понес межбанковский валютный рынок, так как под санкции в первую очередь попали крупнейшие банки с государственным участием. Доля внебиржевого межбанковского рынка за 10 лет снизилась с 50 до 15%.

Рисунок 2

Структура оборота российского валютного рынка, %



* — данные за янв. – апр. 2024 г.

Источник: рисунок авторов по данным Банка России. Основные показатели валютного рынка. Официальный сайт Банка России. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/finr/>.

С другой стороны, в условиях санкционных ограничений на российском валютном рынке растет доля внутренних операций банков-респондентов со своими клиентами (нефинансовыми организациями). Рост доли внутрибанковских конверсионных сделок с 15% в 2020 г. до 36% в 2023 г. является косвенным признаком растущей интернализации. Под интернализацией в данном случае понимается деятельность крупных участников, при которой они исполняют клиентские заявки сделками, которые не выводятся на открытый внешний валютный рынок. Растущая интернализация несет потенциальные риски для целостности функционирования и финансовой стабильности валютного рынка, поскольку ведет: к усилению его фрагментарности; снижению общедоступной ликвидности, формирующей официальный курс рубля; нетранспарентному ценообразованию для клиентов и риску ухудшения ценовых условий конверсионной сделки по сравнению с текущей рыночной ценой; другим негативным последствиям [Пискулов, Мишина, 2019].

Биржевой валютный рынок является основным пулом ликвидности по конверсионным операциям с рублем. За пять лет доля кассовых конверсионных сделок, проходящих через биржу, выросла с 18 до 38% в 2023 г., по межбанковским операциям (без учета сделок

«банк-клиент») биржевая доля по основным валютным парам превысила 60%, что в условиях высоких геополитических рисков и сокращения взаимных лимитов вызвано потребностью участников рынка в надежных, гарантированных расчетах.

Национальный клиринговый центр⁸ выполняет функции клиринговой организации и центрального контрагента (далее — ЦК) на российском финансовом рынке. Поскольку организованный рынок является ликвидным и наиболее транспарентным сегментом конверсионных операций, дальнейший анализ основных тенденций валютного рынка проводился на основе обобщения данных, публикуемых Московской биржей⁹.

Расширение спектра операций с валютами дружественных стран

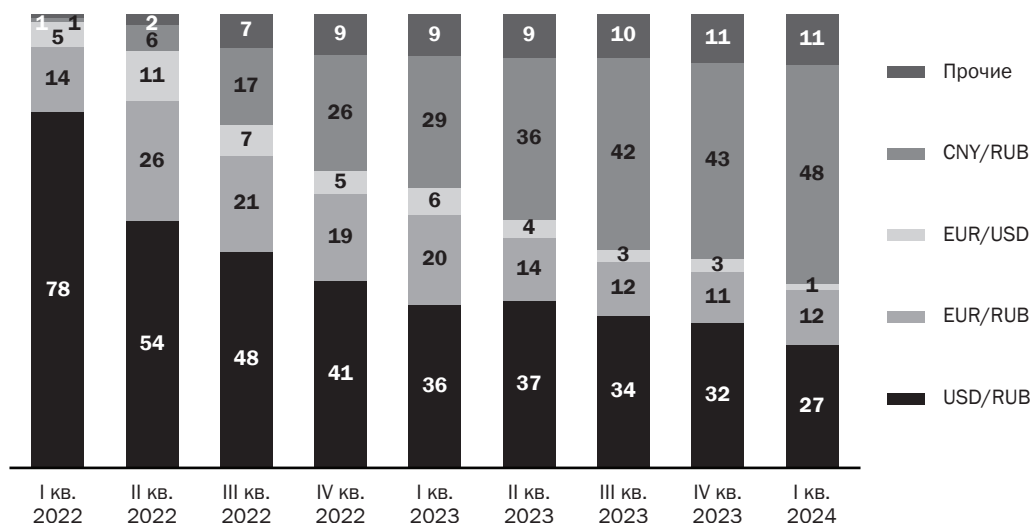
Санкционное давление и геополитические риски привели к изменению поведения не только государственных органов, но и участников валютного рынка России. Начал активно расширяться спектр операций с национальными валютами дружественных стран. Данные биржевого валютного рынка подтверждают тренд на процесс дедоларизации и развитие инфраструктуры конверсионных операций, что обеспечивает приоритет российского рубля и других национальных валют в проведении международных расчетов.

В 2023 г. продолжился рост объемов операций с валютами дружественных стран: по операциям CNY/RUB — в четыре раза, TRY/RUB — в 10 раз, KZT/RUB — в 4,7 раза, BYN/RUB — в девять раз (в сопоставимом рублевом измерении, г/г). В первой половине 2024 г. этот тренд сохранился.

Доля операций дружественных валют к рублю в общем объеме спот-операций биржевого рынка в I кв. 2024 г. достигла 52%, в то время как в конце 2022 г. была на уровне 35%. Доля сделок USD/RUB снизилась с 41 до 27%, доля EUR/RUB — с 19 до 12% (рис. 3).

Рисунок 3

Структура биржевого спот-рынка по валютным парам, %



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/bulletins/>.

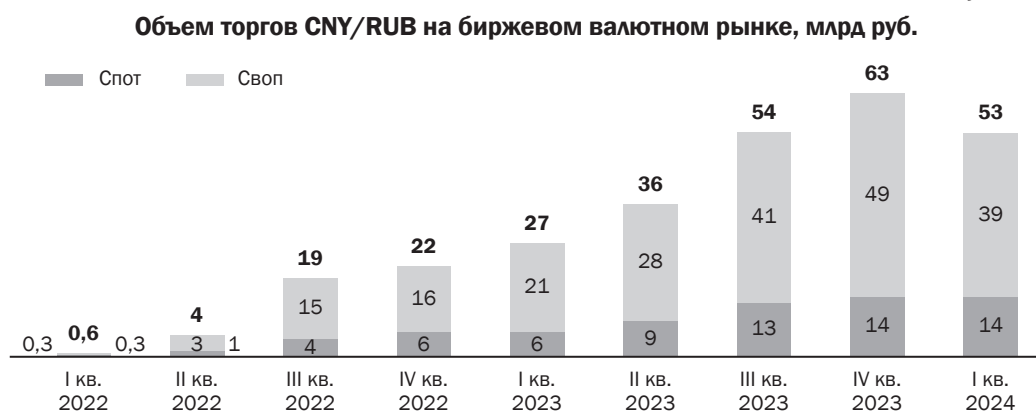
⁸ Небанковская кредитная организация — центральный контрагент «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество). URL: <https://www.nationalclearingcentre.ru/catalog/01>.

⁹ Группа «Московская Биржа» включает в себя ПАО Московская биржа, которое управляет единственной в России многофункциональной биржевой площадкой по торговле акциями, облигациями, производными инструментами, валютой, инструментами денежного рынка и товарами. URL: <https://www.moex.com/s10>.

Московская биржа ведет активную работу по улучшению условий торговли национальными валютами. В рамках курса на увеличение операций с национальными валютами дружественных юрисдикций в 2023 г. были продлены торги по сделкам с китайским юанем (CNY), гонконгским долларом (HKD) и белорусским рублем (BYN) расчетами сегодня (TOD). В сентябре 2023 г. Московская биржа начала принимать казахстанский тенге в качестве обеспечения исполнения обязательств по сделкам, что позволяет профессиональным участникам рынка и их клиентам более гибко фондировать собственные операции, повышать эффективность использования свободных финансовых средств и будет способствовать росту торговой активности. Таким образом, теперь в качестве обеспечения на всех рынках Московской биржи участники могут использовать российские рубли, китайский юань и казахстанский тенге, а также золото и серебро.

Развитие рынка юаня вызывает повышенный интерес участников и клиентов (рис. 4–5).

Рисунок 4



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/bulletins/>.

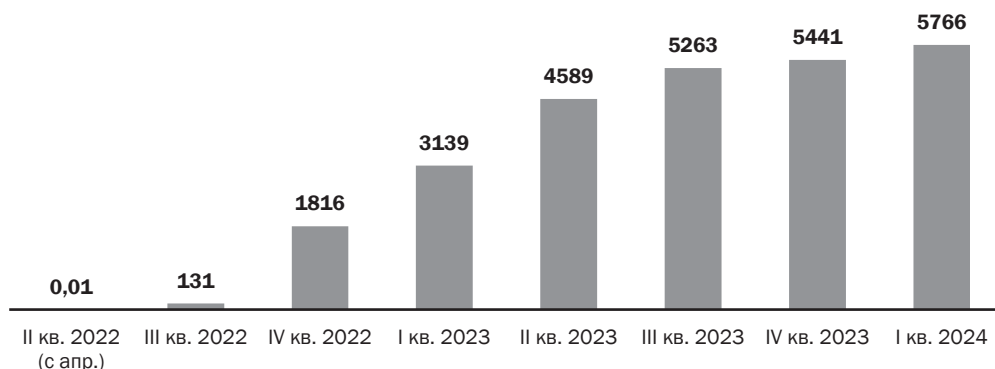
Средневзвешенный курс юаня рассчитывается Московской биржей по сделкам с расчетами завтра (CNYRUB_TOM), заключенным на торгах в период с 10:00 до 15:30. На основании средневзвешенного устанавливается официальный курс Банка России. В декабре 2023 г. Московская биржа запустила новые инструменты по паре «китайский юань — российский рубль», которые позволяют участникам заключать сделки по средневзвешенному курсу юаня (курсу Банка России) и по валютному фиксингу Московской биржи на юань. Запуск таких инструментов повышает удобство конверсионных операций для участников рынка и позволяет хеджировать валютные риски.

Для удовлетворения растущего спроса на юань используются различные инструменты: выпуск облигаций в юанях, валютные свопы, а также репо, которые выдаются под залог клиринговых сертификатов участия либо под залог ценных бумаг. Можно видеть, что на денежном рынке объем сделок репо с китайской валютой также имеет ярко выраженную растущую тенденцию (рис. 5), что объясняется ростом рынка облигаций, номинированных в юанях. До санкций российские компании в основном привлекали средства под низкие ставки в долларах и евро, теперь они по возможности замещают эти выпадающие объемы займами в юанях. На начало 2024 г. на Московской бирже обращалось 25 выпусков юаневых облигаций 14 эмитентов общим объемом около 1 трлн руб.¹⁰

¹⁰ Обзор рынка облигаций за 2023 г. (с. 13), ИК «Перион». URL: https://docs.yandex.ru/docs/view?tm=1718473159&tld=ru&lang=ru&name=Rynok_obligatsii_2023.pdf&text=%D0%9F%D0%BE%20%D0%B8%D1%82%D0%BE%D0%B3%D.

Рисунок 5

Денежный рынок: объем репо в юанях*, млрд руб.



* Репо с ЦК в юанях запущено в апреле 2022 г., депозиты с ЦК в юанях — в сентябре 2022 г.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/bulletins/>.

Однако концентрация операций в одном основном сегменте всегда несет повышенные риски. До недавнего времени подавляющая часть внешнеторговых операций и связанных с ними конверсионных сделок на российском валютном рынке велась с использованием доллара США, теперь это доминирующее положение занял китайский юань. С введением в июне 2024 г. санкций против Группы «Московская биржа», что не позволяет проводить операции с долларом и евро на организованном рынке, роль юаня еще более возросла. Развитие операций с другими дружественными валютами упирается в отсутствие диверсифицированной сети корреспондентских счетов у российских участников. Боязнь вторичных санкций иностранных банков ограничивает необходимое расширение корреспондентской сети и, в совокупности с наличием валютных ограничений и невысоким уровнем автоматизации платежей в ряде дружественных стран, делает прохождение расчетов одним из узких мест перестройки финансовой инфраструктуры в новых условиях.

Развитие интеграционных процессов на организованных рынках

Важную роль в развитии операций в национальных валютах должен сыграть допуск на валютный и срочный рынки банков и брокеров из дружественных стран, который стал возможен с сентября 2023 г. после внесения изменений в Федеральный закон «Об организованных торгах»¹¹ и публикации распоряжения Правительства РФ с перечнем дружественных стран¹². До этого в рамках Соглашения об Интегрированном валютном рынке стран ЕвразЭС¹³ к биржевым торгам наравне с российскими участниками допускались только банки-нерезиденты из стран ЕАЭС и Таджикистана.

В 2023 г. — первом полугодии 2024 г. на валютном рынке работали более 45 банков и брокеров из дружественных стран, наблюдался рост их активности.

¹¹ Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

¹² Распоряжение Правительства Российской Федерации от 20.09.2023 № 2530-р.

¹³ Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка государств — членов Евразийского экономического сообщества. URL: http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?doc_itself=&collection=1&nd=203001539&page=1&rdk=0&link_id=20#10.

Ориентация на российских инвесторов

Одной из важных целей развития валютного рынка в условиях внешних ограничений стала переориентация биржевых продуктов и сервисов на российских контрагентов. Корпорации и частные инвесторы начали проявлять больше интереса к проведению конверсионных операций на организованном рынке и переориентации их на дружественные валюты. Российские юридические и физические лица стали крупнейшими операторами валюты вместо ушедших с рынка нерезидентов.

В начале 2024 г. количество зарегистрированных клиентов на биржевом валютном рынке превысило 30 млн — рост на 30% по сравнению с январем 2023 г. (23,3 млн клиентов). Доля физлиц по операциям спот в 2023 г. составила 18% (в среднем за 2022 г. — 20%). Доля клиентов — российских юридических лиц (компаний и организаций) по операциям спот увеличилась почти в три раза, составив в декабре 2023 г. 26% (в декабре 2022 г. — 9%). В 2023 г. прямой допуск к торгам на валютный рынок получили 13 компаний. Всего доступ на валютный рынок имеют более 70 корпораций, включая страховые компании.

Меры повышения ликвидности и стабильности рынка

В условиях нарастающего санкционного давления и внешних шоков большое внимание Банк России и Московская биржа уделяют вопросам обеспечения финансовой стабильности с точки зрения как реализации новаций, связанных с изменением нормативной базы, так и внедрения технологических изменений, контрольных функций, параметров, направленных на увеличение ликвидности и устойчивости валютного рынка. Например, в 2023 г. на организованном валютном рынке были реализованы следующие новации.

1) Внедрен механизм контроля агрессивности лимитных заявок, который ограничивает максимальное отклонение цены сделок от величины встречной заявки 1%.

2) В соответствии с Указанием Банка России от 17.05.2022 № 6140-У на валютном рынке введен запрет кросс-сделок. При этом для участников торгов реализована возможность выбрать способ отклонения кросс-заявок в системном режиме торгов, а также установить запрет/разрешение на заключение кросс-сделок во внесистемном режиме.

3) Предусмотрена возможность выставлять заявки типа «скрыть количество» (заявки «Айсберг») для инструментов своп в системном режиме торгов.

4) Для обеспечения финансовой стабильности важное значение имеет развитие национальной системы индикаторов. С июня 2023 г. вступили в силу изменения методики расчета фиксингов¹⁴ Московской биржи, предусматривающие расширение периода расчета валютных фиксингов МОЕХ для снижения рисков манипулирования¹⁵.

С января 2023 г. начаты расчет и публикация новых валютных фиксингов на пары «гонконгский доллар — российский рубль», «турецкая лира — российский рубль» и «доллар США — китайский юань». Новые индикаторы пополнили семейство валютных фиксингов Московской биржи, которые рассчитываются ежедневно на основании заявок и сделок на валютном рынке Московской биржи по состоянию на 12:30 по московскому времени. Данные индикаторы используются для определения цены исполнения биржевых фьючерсов на валютные пары на срочном рынке Московской биржи участниками внебиржевого рынка беспоставочных конверсионных деривативов, а также в качестве

¹⁴ Фиксинг — это финансовый индикатор (бенчмарк, эталон), устанавливающий общепризнанную единую цену финансового актива (валюты, драгметалла или др.). URL: <https://www.moex.com/ru/fixing/>.

¹⁵ Новое в организации торгов и расчетов. URL: <https://www.moex.com/s3465>.

справочной цены в коммерческих контрактах участников внешнеэкономической деятельности.

С декабря 2023 г. Московская биржа запустила на валютном рынке новые инструменты по паре «китайский юань — российский рубль», которые позволят участникам заключать сделки по средневзвешенному курсу юаня и по валютному фиксингу. Эти инструменты повышают удобство конверсионных операций для участников рынка и позволяют хеджировать валютные риски российскими и международными банками по ОТС-сделкам с беспоставочными валютными форвардами на российский рубль (NDF)¹⁶.

Расширение продуктовой линейки и технологические новации предоставляют участникам дополнительные возможности по диверсификации операций, управлению рисками, способствуют увеличению ликвидности биржевого валютного рынка и эффективности работы участников.

Продвижение ОТС-сервисов валютного рынка

В настоящее время одним из основных принципов развития биржевого валютного рынка стала мультивариантность предложения сервисов по исполнению заявок для различных типов клиентов и клирингу заключаемых ими сделок. В 2023 г. запущенные ранее ОТС-сервисы¹⁷ получили дальнейшее развитие.

Возобновлены вечерние торги во внебиржевом режиме Клиринга ОТС-сделок с Центральным контрагентом. Продлены торги инструментами спот и свопами овернайт. Во внебиржевом режиме запущены новые инструменты валютных пар TRY/RUB, USD/TRY, HKD/RUB. Во внебиржевом режиме запущен новый инструмент RUBKZT_TOM, обеспечивающий дополнительную ликвидность рынка казахстанского тенге.

В результате за 2023 г. объем торгов по всем ОТС-режимам валютного рынка вырос более чем в 6 раз — до 3,4 трлн руб.

Развитие рынка драгоценных металлов

На решение поставленных задач по диверсификации инвестиций, девальютизации бизнес-процессов, развитию национальной системы индикаторов¹⁸ направлено развитие рынка драгоценных металлов. Биржевой рынок позволяет концентрировать ликвидность, участникам и клиентам, в том числе частным инвесторам, инвестировать в золото и серебро, рассчитывать индикаторы, которые используются для инструментов срочного и фондового рынков.

Участниками биржевого рынка драгметаллов являются более 110 организаций: 65 банков, более 35 профучастников рынка ценных бумаг (брокерские, управляющие, страховые компании), 10 золотодобывающих компаний, а также Банк России. В 2023 г. на рынок драгоценных металлов стал возможен прямой допуск участников из стран ЕАЭС. Объем сделок на рынке драгоценных металлов за 2023 г. составил 470 млрд руб., что почти в четыре раза больше объема за предыдущий год.

В 2023 г. запущен расчет индикатора цен аффинированного золота — RUGOLD. Индикатор получил одобрение Банка России, оценка качества формирования и расчета индекса проведена с участием министерств и ведомств, что дает возможность широкого использования индекса в различных сферах экономической деятельности. Индикатор стал базовым активом для инструментов срочного рынка Московской биржи: расчетного фьючерса на золото и премиальных опционов на золото.

¹⁶ Англ. *Non-deliverable forwards* — NDF.

¹⁷ Внебиржевые сервисы (англ. *Over The Counter*, OTC).

¹⁸ Основные направления развития финансового рынка РФ на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России, 2023. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/155957/onrfr_2024-26.pdf.

Регуляторные изменения и новации на валютных рынках ЕАЭС

Главным драйвером изменений на финансовых рынках дружественных стран евразийского пространства в 2022–2024 гг. также стало обострение геополитической ситуации. Ввиду высокого объема товарооборота с Россией сильное ослабление рубля и введенные антироссийские санкции оказали значительное воздействие на валютные рынки и динамику официальных курсов этих государств, что привело к необходимости принятия мер по поддержанию финансовой стабильности со стороны регуляторов. При этом у каждой из стран выявились свои слабые места и специфические проблемы, которые нужно было оперативно решать.

Например, для Республики Беларусь появилась необходимость решать проблемы с получением выплат по белорусским еврооблигациям, которые возникли у иностранных, в первую очередь российских, инвесторов, после того как Citibank отказался обслуживать ценные бумаги и проводить выплаты по ним. В ответ на это Минфин Республики Беларусь объявил, что будет перечислять выплаты напрямую, через свою инфраструктуру, в национальной валюте, и прорабатывал различные варианты реализации таких выплат. Впоследствии регуляторы Беларуси и России разработали схему, по которой российские инвесторы смогут получить выплаты по еврооблигациям РБ через Национальный расчетный депозитарий (НРД)¹⁹.

В Казахстане для поддержания финансовой стабильности был принят целый ряд мер по повышению привлекательности тенге и стабилизации валютного рынка: была повышена базовая ставка, Национальный Банк совместно с Правительством РК принял программу защиты вкладов в тенге, предусматривающую начисление компенсации (премии) по депозитам физических лиц в тенге. В периоды наиболее высокой волатильности Национальный Банк проводил валютные интервенции с целью недопущения дестабилизирующих колебаний курса тенге. По мере стабилизации ситуации интервенции были прекращены.

Ситуация на внутреннем валютном рынке Киргизской Республики также была подвержена воздействию внешних факторов — продолжающемуся движению финансовых потоков, инициированных релокантами, косвенному влиянию антироссийских санкций и др. Вследствие этого и в целях стабилизации ситуации Национальный банк Киргизской Республики вводил временные меры, например, на покупку и вывоз валюты (так, нерезидентам и иностранцам был установлен лимит в размере 5000 долл. США, гражданам Киргизии и налоговым резидентам разрешено было беспрепятственно вывозить 10 тыс. долл. США), а также проводил валютные интервенции. Это объяснялось тем, что страна столкнулась с доселе невиданным оттоком иностранной валюты — в Киргизскую Республику поступал большой объем рублей и тенге, которые обменивались на доллары и евро и затем переводились за рубеж. По состоянию на начало 2024 г. валютный рынок Киргизии остается стабильным, несмотря на некоторое превышение спроса на иностранную валюту над ее предложением.

Существенное влияние на валютный рынок Республики Армения и курс армянского драма в 2023–2024 гг. оказывал приток денежных переводов и события в Нагорном Карабахе с последующим кризисом беженцев. Отметим, что биржевой валютный рынок в Армении отсутствует — торги на валютной секции Армянской фондовой биржи не проводятся, а валютные операции совершаются банками на внутривалютном и межбанковском рынках. Центральный банк Республики Армения заявил, что продолжает следить за состоянием финансовых рынков и при необходимости будет использовать все имеющиеся в его арсенале инструменты, гарантируя ценовую и финансовую стабильность.

¹⁹ Минск подтвердил готовность к выплатам российским держателям евробондов через НРД. URL: <https://www.interfax.ru/business/926642>.

ВЫВОДЫ

Риски геополитики и введение санкций определили изменение мировых валютно-финансовых операций. Многие страны мира и интеграционные объединения взяли курс на дедолларизацию расчетов, внешнеторговых операций, резервов в национальных валютах. Однако это только начало перехода на новую систему гарантирования завершения операций и управления рисками. Для перестройки финансовой инфраструктуры необходимы обновление платежно-расчетной системы и эффективные рыночные механизмы организации конверсионных операций национальных (не резервных) валют с достаточной ликвидностью и набором инструментов для управления валютными и процентными рисками.

Изменение ориентиров российского финансового рынка. Современные тенденции развития финансовых рынков формируются как ответы на актуальные вызовы времени. Ориентация на внутренние ресурсы, дальнейшее использование инвестиционного потенциала населения и институциональных инвесторов из России и дружественных стран могут стать одной из важных составляющих экономического развития. Рост экономики и внешнеторгового оборота в совокупности с дальнейшим правовым и технологическим развитием российской финансовой инфраструктуры является необходимым условием позитивной динамики российского рынка и усиления роли рубля.

Реструктуризация организованного валютного рынка. В целях обеспечения трансформации системы внешнеторговых платежей и расчетов расширялись продуктовая линейка и время торгов валютами дружественных стран. Для диверсификации бизнеса и удовлетворения потребностей участников продвигалось развитие внебиржевых сервисов, реализовывались новации, направленные на повышение ликвидности и стабильности биржевого рынка России. Важным фактором развития биржевого валютного рынка стало расширение клиентской базы за счет привлечения корпораций и частных инвесторов. Необходимо дальнейший упор на развитие международных отношений и интеграционные процессы с участниками из дружественных стран.

Изменения на валютных рынках стран ЕАЭС. Реализация интеграционных проектов, организация взаимного доступа участников валютного рынка к торгам в странах-партнерах, использование инвесторами инфраструктуры соседних стран и наличие прямых котировок национальных валют друг к другу должны способствовать росту эффективности и сбалансированности финансовых рынков стран ЕАЭС.

Список источников

1. Алехин Б. И. «Ползучая» дедолларизация мировой экономики // Международная экономика. 2023. № 1. С. 4–22. <https://doi.org/10.33920/vne-04-2301-01>.
2. Евразийский вектор китайской инициативы «Пояс и Путь»: территориально-экономические и правовые аспекты: монография / Под ред. А. А. Ткаченко. Москва: КУРС, 2021. 272 с.
3. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег: избранное: пер. с англ. Москва: Эксмо, 2007. 960 с.
4. Мишина В. Ю., Хомякова Л. И. Дедолларизация и расчеты в национальных валютах: евразийский и латиноамериканский опыт // Вопросы экономики. 2020. № 9. С. 61–79. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-61-79>.
5. Пискулов Д. Ю., Мишина В. Ю. Интернализация и регулирование электронных торговых систем на валютном рынке // Валютное регулирование. Валютный контроль. 2019. № 9. С. 48–57.
6. Швандар К. В., Анисимова А. А., Яковлева И. И. Перспективы валютной интеграции стран ЕАЭС // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2018. Т. 11. Вып. 2. С. 205–222. <https://doi.org/10.24891/fa.11.2.205>.
7. Armas A., Levy-Yeyati E., Ize A. Financial Dollarization. The Policy Agenda. International Monetary Fund, 2006. 335 p.

8. Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. M. US Sanctions Reinforce the Dollar's Dominance. NBER Working Paper No. 29943, April 2022. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w29943/w29943.pdf.
9. Mishina V. Yu., Khomyakova L. I. Structural Transformation of the Russian Foreign Exchange Market: Dedollarization, Decentralization, Delocalization // *Studies on Russian Economic Development*. 2023. Vol. 34. № 3. P. 372–380. <https://doi.org/10.1134/S1075700723030103>.
10. Perez-Saiz H., Zhang L., Iyer R. Currency Usage for Cross-Border Payments. IMF Working Paper WP/23/72, March 2023. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpia2023072-print-pdf.ashx>.
11. Mamedov T. N. et al. On attracting foreign direct investment: an empirical analysis of investment cooperation between the EAEU and BRICS // *Voprosy Istorii*. 2022. № 12-1. P. 156–165. <https://doi.org/10.31166/VoprosyIstorii202212Statyi42>.
12. Weiss C. Geopolitics and the U.S. Dollar's Future as a Reserve Currency. International Finance Discussion Papers. Board of Governors of the Federal Reserve System. October 2022. URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1359.pdf>.

References

1. Alekhin B.I. (2023). «Creeping» dedollarization of the world economy. *Mezhdunarodnaya ehkonomika – International Economics*, 1, 4-22 (In Russ). <https://doi.org/10.33920/vne-04-2301-01>.
2. The Eurasian vector of the Chinese Belt and Road Initiative: territorial, economic and legal aspects: monograph (2021). Ed. by A.A. Tkachenko. KURS, 272 p. (In Russ).
3. Keynes J.M. (2007). General theory of employment, interest and money: selected: trans. from English. Eksmo, 960 p. (In Russ).
4. Mishina V.Yu., Khomyakova L.I. (2020). De-dollarization and payments in national currencies: Eurasian and Latin American experience. *Voprosy ehkonomiki – Questions of Economics*, 9, 61-79 (In Russ). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-61-79>.
5. Piskulov D.Yu., Mishina V.YU. (2019). Internalization and regulation of electronic trading systems in the foreign exchange market. *Valyutnoe regulirovanie. Valyutnyi kontrol' – Currency regulation. Currency control*, 9, 48-57 (In Russ).
6. Shvandar K.V., Anisimova A.A., Yakovleva I.I. (2018). Prospects for currency integration of the EAEU countries. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya – Financial analytics: problems and solutions*, 11 (2), 205-222 (In Russ). <https://doi.org/10.24891/fa.11.2.205>.
7. Armas A., Levy-Yeyati E., Ize A. (2006). Financial Dollarization. The Policy Agenda. International Monetary Fund, 335 p.
8. Dooley M.P., Folkerts-Landau D., Garber P.M. (2022). US Sanctions Reinforce the Dollar's Dominance. *NBER Working Paper*, 29943. Available at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w29943/w29943.pdf.
9. Mishina V.Yu., Khomyakova L.I. (2023). Structural Transformation of the Russian Foreign Exchange Market: Dedollarization, Decentralization, Delocalization // *Studies on Russian Economic Development*, 34 (3), 372–380. <https://doi.org/10.1134/S1075700723030103>.
10. Mamedov T.N., Khomyakova L.I., Novitskaya A.A. [et al.] (2022). On attracting foreign direct investment: an empirical analysis of investment cooperation between the EAEU and BRICS. *Voprosy Istorii*, 12-1, 156–165. <https://doi.org/10.31166/VoprosyIstorii202212Statyi42>.
11. Perez-Saiz H., Zhang L., Iyer R. Currency Usage for Cross-Border Payments. IMF Working Paper WP/23/72, March 2023. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpia2023072-print-pdf.ashx>.
12. Weiss C. Geopolitics and the U.S. (2022). Dollar's Future as a Reserve Currency // *International Finance Discussion Papers*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Available at: <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1359.pdf>.

Информация об авторах

Виктория Юрьевна Мишина, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, г. Москва

Любовь Игоревна Хомякова, кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник Института исследований международных экономических отношений Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

Information about the authors

Victoria Yu. Mishina, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences, Moscow

Lyubov I. Khomyakova, Candidate of Economic Sciences, Docent, Leading Researcher at the Institute for Research of International Economic Relations, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

Статья поступила в редакцию 11.03.2024
Одобрена после рецензирования 25.06.2024
Принята к публикации 08.08.2024

The article submitted March 11, 2024
Approved after reviewing June 25, 2024
Accepted for publication August 8, 2024