

**ПРИЧИНЫ ПОСТСАНКЦИОННОЙ ДЕВАЛЬВАЦИИ РУБЛЯ  
И ПРОБЛЕМА ОПТИМИЗАЦИИ ЕГО ОБМЕННОГО КУРСА****Сергей Геннадьевич КАПКАНЩИКОВ<sup>а\*</sup>, Светлана Викторовна КАПКАНЩИКОВА<sup>б</sup>**

<sup>а</sup> доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономической теории, Институт экономики и бизнеса, Ульяновский государственный университет, Ульяновск, Российская Федерация  
kapkansg@yandex.ru  
<https://orcid.org/0000-0001-9459-5516>  
SPIN-код: 3763-8142

<sup>б</sup> кандидат экономических наук, доцент, заведующая кафедрой таможенного дела и правового регулирования внешнеэкономической деятельности, Ульяновский государственный университет, Ульяновск, Российская Федерация  
kapkansv@mail.ru  
<https://orcid.org/0000-0001-9838-1291>  
SPIN-код: 3282-1852

\* Ответственный автор

**История статьи:**

Получена 23.04.2018  
Получена в доработанном виде 04.06.2018  
Одобрена 21.06.2018  
Доступна онлайн 29.08.2018

УДК 336.7(075.8)

JEL: E42, E52, E58

**Ключевые слова:**

девальвация, санкции, таргетирование, курс рубля

**Аннотация**

**Предмет.** Тенденции эволюции обменного курса рубля в постсанкционный период в их противоречивом влиянии на российскую экономику.

**Цели.** Выявление закономерностей формирования оптимального валютного курса рубля, способствующего реализации ведущих макроэкономических целей современной России.

**Методология.** Использован диалектический метод изучения закономерностей формирования экономической политики государства в их развитии.

**Результаты.** Раскрыты глубинные причины постсанкционной девальвации российской валюты. Обосновано преимущественно негативное влияние избыточной девальвации на динамику ВВП и протекающие в России инфляционные процессы.

**Выводы.** Представлены аргументы для вывода о невозможности восходящего развития отечественной экономики при сложившемся обменном курсе рубля. В качестве ведущих бенефициаров перехода к плавающему курсу рубля охарактеризованы крупнейшие сырьевые экспортеры, финансовые спекулянты и Министерство финансов. Диверсификация российской экономики и искоренение «голландской болезни» связаны с достижением оптимального обменного курса рубля в русле преодоления его нынешней недооцененности.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2018

**Для цитирования:** Капканщиков С.Г., Капканщикова С.В. Причины постсанкционной девальвации рубля и проблема оптимизации его обменного курса // *Финансы и кредит*. — 2018. — Т. 24, № 8. — С. 1767 — 1780.  
<https://doi.org/10.24891/fc.24.8.1767>

Логичным результатом введения западных санкций как внешних причин кризиса российской экономики явилась случившаяся в период с декабря 2014 г. по январь 2016 г. масштабная девальвация рубля. Произошло его резкое обесценение по отношению к другим мировым валютам. Именно через провоцирование острого валютного кризиса экс-президент Б. Обама рассчитывал всерьез наказать Россию (разорвав ее экономику «в клочья») за нежелание подчиниться США в

сложившемся после распада СССР однополярном мире и, в частности, за «аннексию» Крыма. Влияние произошедшего шокового ослабления рубля на хозяйственную динамику нашей страны настолько значительно, противоречиво и неоднозначно, что и по сей день чрезвычайно актуальной остается проблема выявления его глубинных причин, механизмов, социально-экономических последствий, а также целесообразных действий монетарных властей

по оптимизации курса российской валюты в обозримой перспективе.

Конечно, ключевые причины обесценения рубля связаны далеко не только с санкциями как ведущим инструментом гибридной войны Запада против России. Этот процесс обозначился еще в 2013 г. из-за начавшегося сокращения экспорта российской продукции, что в сочетании с временным сохранением потребности в импортных товарах на высокой отметке привело к дефициту предложения иностранной валюты над спросом на нее. Грозным предвестником грядущего обвала рубля явились также сокращение притока иностранной валюты через счета текущих операций в результате крупного удешевления нефти на мировых рынках (с 115 долл. США за баррель в июле до 60 долл. США в декабре 2014 г.). Сыграло свою роль и резкое замедление восходящей динамики ВВП, которое выступает в качестве опережающего индикатора инфляции, что доказывает мировая практика хозяйствования, и обычно начинается за год до девальвации (и продолжается вплоть до абсолютного падения выпуска в тот год, когда она случается). Известно, что обменный курс является закономерным результатом не только развертывания инфляционных процессов в национальной экономике, но и распространения в ней процесса рецессии. Имел значение и тот факт, что ослабление курса рубля, как отмечает А.Н. Лякин, рассматривалось властями в тот период и в качестве меры стимулирования затухающего роста российской экономики [1]. Возвращение в российскую финансовую систему на всех ее уровнях бюджетного дефицита, неизбежное в обстановке сокращения объема производства и потенциально инфляционно опасное в купе с усилением оттока капитала из страны, тоже явилось немаловажным фактором предстоящего валютного провала.

Однако к ускорению вялотекущего процесса падения курса рубля и усугублению его глубины привело существенное повышение интереса к приобретению долларов и евро на внутреннем рынке со стороны отечественных корпораций и банков в обстановке объявленных антироссийских финансовых санкций. Будучи избыточно закредитованными в иностранной валюте не

только из-за благоприятной внешней конъюнктуры, но и в результате активного нежелания российских монетарных властей обеспечивать национальную экономику достаточным объемом кредитных ресурсов по приемлемым процентным ставкам, эти субъекты отечественной экономики (особенно «Газпром» и «Роснефть») были обречены на чрезмерные заимствования за рубежом и неустойчивое функционирование на крючке долговой зависимости от нерезидентов. Постсанкционное резкое ограничение доступа российских компаний и банков к мировым финансовым рынкам, невозможность размещения ими своих долговых обязательств за рубежом стремительно выдвинули корпоративный внешний долг на роль реальной угрозы финансовой безопасности нашей страны.

Правда, дефициту иностранной валюты на внутрисекторном рынке в немалой степени противодействовали, во-первых, проявлявшаяся до конца 2014 г. тенденция к сокращению иностранных активов, находящихся под санкциями российских должников, особенно банков, и, во-вторых, неминуемое уменьшение через некоторый временной лаг импорта (традиционно демонстрирующего в период девальвации высокую эластичность к валютному курсу) вслед за падением объема экспорта. Опережающее сокращение поставок по импорту (на 37,7% до 176,7 млрд долл. США) сравнительно с внешнеторговым оборотом России, который в стоимостном выражении снизился на 34,2% (до 488,6 млрд долл. США), продолжалось и в 2015 г.

В подобной ситуации насущной необходимости в крупной девальвации рубля, реально обеспеченного в отличие от множества других валют золотом, не было, поскольку золотовалютные резервы в апреле 2014 г. все еще оставались впечатляющими — 486 млрд долл. США (хотя и заметно меньше государственного долга страны, который вместе с долгом корпоративным достигал отметки в 716 млрд долл. США). Во всяком случае, они почти вдвое превышали денежную базу, о чем только мечтать могли, например, США и Япония. А ведущий российский экспортный товар, сырая нефть, подешевел тогда далеко не критически. И хотя отнюдь не все международные резервы могли

использоваться на стерилизационные цели поддержания курса рубля (так, расходование немалой части средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния расписано Минфином России), но их было вполне достаточно для перелома любого тренда на валютном рынке. Страну могло ожидать лишь незначительное снижение обменного курса из-за его небольшой переоцененности относительно других валют и курса паритета конкурентоспособности: в течение нескольких докризисных лет курс рубля был стабильным, несмотря на более высокие темпы инфляции в нашей стране сравнительно с США и Евросоюзом.

Но ситуация перевернулась в декабре 2014 г. из-за небезупречных действий Банка России, которые состояли в кардинальном изменении самого типа его курсовой политики. Перемены выразились в неожиданном, связанном, по-видимому, с нежеланием «бессмысленно палить» валютные резервы (которые и без того сократились за 2014 г. на 107,5 млрд долл. США), отказом от поддержания обменного курса. И это в ситуации, когда конституционной обязанностью Банка России является, как известно, защита и обеспечение устойчивости национальной валюты! Решение монетарных властей о переходе от регулируемого курса рубля к курсу, во многом складывающемуся стихийно, исходя из баланса спроса и предложения на валютном рынке, оказалось крайне несвоевременным. Ему предшествовали манипуляции по искусственному занижению курса акций российских компаний, параллельно с которыми обозначился процесс форсированного вывода денег из нашей страны, в немалой степени инициированный понижением оценок платежеспособности российского бизнеса со стороны американских рейтинговых агентств. Значимую роль в резком ослаблении обменного курса сыграли действия «Роснефти» 11 декабря 2014 г. по размещению своих облигаций на внутрисоссийском рынке на сумму 625 млрд руб. с последующим приобретением на вырученные средства иностранной валюты. Но все же серьезнейшими причинами девальвации 2014–2016 гг., по нашему мнению, явились безосновательный переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования и, особенно, необоснованная

увязка этого заведомо неоптимального в сложившейся ситуации курса с режимом свободного плавания рубля. На практике это означало включение механизма валютной интервенции, являющегося ведущим инструментом регулирования динамики курса национальной валюты, не чаще шести раз в год максимум по три дня, да и то при условии заблаговременного информирования об этом Международного валютного фонда. Получается, что в остальные три с половиной сотни дней в году валютные спекулянты (особенно те из них, кто располагал достоверной информацией о планах Банка России по управлению курсом рубля), на краткосрочные кредиты для которых финансовые санкции не распространяются, могли спокойно грабить остальное население на крупной разнице в избыточно волатильных обменных курсах.

Фактический отказ от инструмента валютной интервенции означал согласие монетарных властей на масштабную девальвацию рубля, а значит, не только на подорожание в рублевом выражении выплат государства и частного сектора по внешним долгам (чему способствовало и снижение кредитных рейтингов Российской Федерации), но и на неизбежное перераспределение доходов населения от низкообеспеченных социальных групп, которые характеризуются высокой склонностью к потреблению, к высокообеспеченным, чья потребительская активность, как правило, невысока. Параллельно с этим перераспределялись доходы от наемных работников к собственникам факторов производства, то есть от труда к капиталу. А это наносило еще один удар по предельной склонности к потреблению, наращивание которой в противовес парадоксу бережливости является ведущим антикризисным фактором. Seriously деформировалась и мотивация инвесторов, которые для получения экспортной премии еще чаще предпочитали капиталовложениям во внутренне ориентированные обрабатывающие отрасли и направлению в отрасли добывающие с их отчетливой экспортной ориентацией.

Широкомасштабные спекулятивные атаки на рубль побудили монетарные власти к еще одному разрушающему реальным сектор

отечественной экономики шагу. Вместо того, чтобы компенсировать утрату внешних источников кредитования адекватным развертыванием долгосрочных внутренних кредитов российским заемщикам, Банк России в интересах ограничения оттока капитала вместо инструмента валютных интервенций резко до запретительного уровня (с 10,5% до 17%) поднял свою ключевую ставку, сэкономив тем самым определенную сумму зарезервированных валютных средств, он в то же время спровоцировал такую череду негативных последствий для отечественной экономики, которые по своим социально-экономическим результатам оказались попросту несопоставимыми с утратой части резервов. Отказавшись от антикризисного курса на проведение политики дешевых денег и, соответственно, повышения коэффициента монетизации, который использовался в виде количественного смягчения для преодоления Великой рецессии во всех развитых странах, монетарные власти обрекли страну на усиление диспропорции между растущими сбережениями и падающими инвестициями, интенсификацию парадокса бережливости и, соответственно, инвестиционный голод. Не включая в должной мере эмиссионный ресурс в механизм кредитования банковской системы, Банк России не использовал его и для финансирования бюджетного дефицита и, соответственно, для наращивания государственных инвестиций в производственную и социальную инфраструктуру, что в обстановке рецессии полностью соответствует принятым в мировой практике правилам монетарного регулирования национальной экономики.

Решение по сжатию кредита, предоставляемого Банком России кредитным организациям, а затем и всей отечественной экономике, опиралось на проциклическое заключение миссии МВФ в России в сентябре 2014 г., в котором именно поддержание жесткой (сдерживающей) монетарной политики и, соответственно, повышение процентных ставок расценивалось в качестве ведущего способа противодействия ухудшающейся макроэкономической ситуации. Между тем общеизвестно, что не может случиться всплеска инвестиционной активности в ситуации существенного превышения ставкой банковского кредита уровня рентабельности в подавляющем

большинстве отраслей обрабатывающей промышленности и сельского хозяйства. Трудно было всерьез рассчитывать на преодоление уже начавшегося кризиса в условиях, когда доля собственных средств в финансировании инвестиционных программ предприятий составляла 56% (а остальные 44% складывались из бюджетных средств (22%), мизерных кредитов банков (всего 9%) и прочих привлеченных средств (13%)). Столь несовершенная структура финансовых источников инвестиций обрекала страну и в обозримой перспективе в лучшем случае на вялый экономический рост темпами, не достигающими среднемирового уровня.

Таким образом, резким ужесточением регулирующих мер монетарные власти лишь перевели спровоцированный ими валютный кризис в кризис инвестиционный. Капиталовложения в 2015 г. упали на 8,4% а в 2016 г. их падение продолжилось, что не могло не иметь долгосрочных негативных последствий. Если в странах с более совершенной структурой ВВП, ориентированных на производство конечной высокотехнологичной продукции, инфляционное таргетирование действительно способно дать позитивный результат, то в стране с преобладанием сырья в структуре национального продукта совместить его и сколько-нибудь быстрый выход из фазы спада оказалось невозможным. Более того, подобный режим денежно-кредитного регулирования стал не антициклическим, а скорее проциклическим фактором. Его поддержание посредством ужесточения монетарной политики в условиях, когда реальный сектор нуждался как раз в обратных действиях денежных властей, становилось непреодолимой преградой на пути устранения затянувшегося спада.

Немалый вклад Банка России в автономную рецессию связан не только с волюнтаристским удорожанием кредита, но и с растянувшейся на годы кампанией по отзыву лицензий у нескольких сотен кредитных организаций. Помимо колоссальных, в несколько триллионов рублей, потерь бюджетной системы по выполнению обязательств перед вкладчиками, эта кампания повлекла за собой огромные невозполнимые финансовые потери населения, а также предприятий, хранивших

свои средства в соответствующих банках (С. Глазьев и Д. Чистилин оценивают утраты этих экономических субъектов в сумму, превышающую 3 трлн руб.) [2], следствием чего стало поэтапное банкротство многих из них по принципу домино, а значит, спад производства, все более усиливающий девальвацию. Выступая 2 апреля 2018 г. на Санкт-Петербургском экономическом конгрессе, С. Глазьев оценил суммарные потери Российской Федерации в виде произведенной продукции от столь нелепой макроэкономической политики Банка России в 23 трлн руб. за четыре последних года. Получается, что российские монетарные власти через во многом спровоцированный ими избыточный, ничем не обоснованный эффект глубокой девальвации рубля усилили влияние западной санкционной войны на динамику отечественной экономики.

Поднимая ключевую ставку, Банк России полагал, что подобный шаг будет способствовать укреплению курса рубля и за счет привлечения сбережений россиян в коммерческие банки сдержит нарастающую инфляцию. А подобное торможение инфляции расценивалась монетарными властями в качестве некоей компенсации за допущенный хозяйственный спад. Между тем, как показали последующие события, данное решение оказало крайне слабое влияние на темпы развертывания даже инфляции спроса. Для валютных спекулянтов, получивших в этот период сотни процентов дохода от чрезмерной волатильности обменного курса, не имел принципиального значения прирост в 6,5% доходности банковских депозитов. Взрывоопасная комбинация отмеченных монетарных мер исключала возможность дезинфляции на базе восходящей динамики ВВП, создавая благоприятные условия для еще более мощной атаки на российскую валюту (в расчете на ее неминуемое ослабление), что в сочетании с падением мировых цен на нефть и сокращением притока иностранной валюты делало девальвацию рубля вполне предопределенной. Так что именно неадекватная денежно-кредитная политика Банка России, а не только резкое изменение внешнеэкономической конъюнктуры и геополитики, как полагает В. Мау [3], явилась фактором (вполне рукотворным)

всплеска инфляции в 2015 г. Если в 2013 г. индекс потребительских цен составил 106,5%, то в 2014 г. — уже 111,4%, а в 2015 г. — 112,9%.

Но даже если признать свершившимся факт доведения инфляции в начале 2018 г. до минимальной в новейшей истории РФ отметки (за что политика Банка России и правительства получила полное одобрение президента), надо признать, что в немалой степени этот рекорд был достигнут ценой четырехлетнего неуклонного сокращения реальных доходов населения нашей страны. К тому же протекающий в этих условиях размен инфляции спроса на инфляцию предложения, порождающий неизбежный переход инфляции в стагфляцию, а значит, в комбинацию растущих цен с кризисом и безработицей, ставит под сомнение долговременную устойчивость тормозящего ценовую динамику механизма.

В результате неблагоприятной для отечественной экономики комбинации действий Банка России ослабление рубля оказалось куда более серьезным, чем после вступления России в глобальный финансовый кризис 2008—2009 гг., когда курс доллара по отношению к рублю стремительно возрос на 55%, с 23,5 руб. до более чем 36 руб. Но тогда курс рубля довольно быстро остановился на некоем оптимальном («естественном») уровне, когда предпочтительной стала политика его нейтрального курса, при которой рубль демонстрировал бы относительное постоянство во времени, разумеется, в своем реальном выражении, то есть за вычетом протекающей инфляции. Суммарные масштабы девальвации в конце 2014 г., летом 2015 г. и в начале 2016 г. превышали 100%, причем она оказалась трехраундовой, растянутой во времени. Между тем подобная девальвация имеет гораздо больше недостатков сравнительно с ее одномоментной разновидностью и выражается в куда более значительных масштабах обесценения валюты из-за разрушительных действий спекулянтов и интенсивного формирования у всех экономических субъектов девальвационных ожиданий. В России как в стране, имеющей довольно слабую валюту и относительно недавний опыт дефолта (1998 г.) и значительной девальвации (1998 г., 2008—2009 гг.), вклад психологического фактора

в очередной обвал национальной валюты является по определению чрезвычайно значимым.

Конечно, девальвация 2014–2016 гг. создала определенные конкурентные преимущества отечественным товаропроизводителям, обеспечивая более или менее значительный импортозамещающий эффект и наращивание чистого экспорта. Россия на данный момент, как отмечали Н.С. Козырь и Н.И. Злыденко, является победителем конкурентной девальвации и обладает значительными преимуществами и перспективами развития [4]. Действительно, в последнее время проявились заметные успехи в развитии легкой промышленности и сельского хозяйства, некоторых сегментов машиностроения и химической промышленности, расширился портфель накопленных прямых иностранных инвестиций, что позволило обеспечить девальвационное импортозамещение, сопровождаемое загрузкой свободных производственных мощностей [5]. Во многом именно из-за кардинально изменившегося курса национальной валюты Россия по рейтингу глобальной конкурентоспособности, по которому восьмой год подряд в мире лидирует Швейцария, в 2016–2017 гг., поднялась на 43-е место (в 2007 г. она занимала лишь 65-е место), обогнав даже Италию и Португалию. Ослабление валютного курса рубля обеспечивало определенную компенсацию финансовых потерь экспортеров энергоносителей. Зарубежный потребитель в такой ситуации закономерно делал выбор в пользу российского производителя, продукция которого становилась относительно дешевле по целому ряду компонентов издержек, особенно в части оплаты труда. Если в январе 2014 г. средний уровень заработной платы в нашей стране был эквивалентен 874 долл. США, то в январе 2015 г. — всего 479 долл. США [6], что снизило до уровня 2004–2005 гг. удельные трудовые издержки предприятий химической, пищевой промышленности и целого ряда других торгуемых отраслей. Произошло двукратное (также в валютном выражении) падение внутрироссийских цен на топливо и сырье, сделавшее их на некоторое время самыми дешевыми среди крупных экономик. Временное снижение реального курса рубля расширило возможности наращивания совокупного предложения в экспортно ориентированной российской экономике

вследствие сокращения отдельных компонентов производственных издержек.

Однако надежды властей на плодотворное использование девальвации в интересах ускоренного роста российского ВВП (причем в рамках не сырьевой, а инновационной его модели) представляются все же весьма иллюзорными, когда априори понятен, как отмечает М. Делягин, крайне слабый эффект от девальвации, хотя бы потому, что свободных производственных мощностей и квалифицированных работников ныне уже нет, и что электротарифы, силовой рэкет и налоговый прессинг отбивает у россиян всякую охоту заниматься бизнесом [7]. Поэтому широко представленные в литературе мнения о том, что насколько переоцененная валюта препятствует восходящей динамике ВВП, настолько же интересам преодоления нынешнего кризиса соответствует сознательное ослабление курса рубля, подобное тому, которое в постдефолтный период через девальвационный эффект обеспечивало восстановительный рост отечественной экономики, совершенно не соответствуют специфике конкретной макроэкономической ситуации. В сложившихся условиях с учетом факторов масштабного корпоративного долга нерезидентам, доли импортного оборудования в производственном процессе, достигнутой степени загрузки производственных мощностей, превращения девальвации в общемировой тренд обвал российской валюты, отрывающейся от реальных курсовых соотношений, выступает значимым компонентом механизма торможения хозяйственного развития.

К тому же нельзя не отметить, что шоковое ослабление курса рубля, ввергающее страну в девальвационную ловушку, приносит куда большую пользу экспортно ориентированному сектору отечественной экономики, нежели сектору, ориентированному на внутренний рынок. Едва ли можно согласиться с В.В. Мироновым, считающим случившуюся в последние годы российскую девальвацию надежным способом лечения «голландской болезни» [8]. Ослабление обменного курса рубля через механизм перераспределения добавленной стоимости (вкуче с механизмом монопольного ценообразования) через эффект «валютно-экспортного пылесоса» еще

интенсивнее начинает перекачивать инвестиции из обрабатывающих отраслей в добывающие. Дополнительный доход, возникающий в результате удорожания доллара на внутреннем российском валютном рынке, по мнению В. Маневича, выплачивается экспортеру не внешним миром, а российскими индивидами, корпорациями, институтами, которые покупают доллары по возросшей цене в рублях [9]. Девальвационная маржа российских экспортеров оборачивается точно такими же дополнительными затратами внутренне ориентированных несырьевых отраслей (и ряда других субъектов национальной экономики, вынужденных намного дороже, чем ранее, приобретать импортные товары и услуги), размер которых равен разнице между экспортными ценами сырья, рассчитанными по валютному курсу, и его ценами, переведенными в рубли по паритету покупательной способности. В такой обстановке низкие зарплаты не спасают конечных производителей от инфляции предложения, коль скоро в валютном отношении их издержки оказываются близкими к докризисным отметкам 2013 г.

Преимущественно негативный результат шоковой девальвации особенно ощутим в случае ее дополнения таким антипроизводственным решением Банка России, как несвоевременный переход к инфляционному таргетированию. Сам момент для столь радикального сдвига в механизме монетарного регулирования был выбран крайне неудачно — в условиях, когда в отношении России, твердо отстаивающей свой суверенитет и проводящей независимую внешнюю политику, уже были введены разнообразные санкции, развязана гибридная война, в том числе на валютном рынке. Да и 4-процентный рубеж таргетирования инфляции (к тому же «успешно» преодоленный во многом за счет обнищания немалой части населения), думается, был весьма далек от оптимальной, заметно более высокой отметки в плане формирования условий для возобновления экономического роста. Не секрет, что в экономике России по сей день сохраняется немалый инфляционный потенциал, то есть она способна наращивать производство и тем самым поддерживать стабильность обменного курса рубля лишь

при условии умеренного роста цен на конечную продукцию, гарантирующего отечественным производителям получение дополнительной прибыли. И в этом плане российская экономика далеко не уникальна. Известно, что хозяйственный успех «азиатских тигров» (Южной Кореи, Сингапура, Гонконга и Тайваня) был достигнут с начала 1960-х гг. в условиях галопирующей инфляции. Новые «азиатские тигры» (Малайзия, Таиланд, Индонезия, Филиппины) перешли в категорию новых индустриальных стран, также не демонстрируя своей панической боязни инфляции.

Трудно не согласиться с В. Маневичем, отмечающим, что нельзя было в условиях нестабильности на валютном рынке декларировать переход к свободному плаванию рубля. Это вызвало вполне прогнозируемый ажиотажный спрос на иностранную валюту [10], приведший к ее стремительному укреплению в сравнении с рублем. В условиях резко усилившихся девальвационных ожиданий доллары и евро в очередной раз стали рассматриваться населением как наиболее надежный инструмент сбережения средств, что вызвало дополнительное давление на валютный рынок.

По нашему мнению, жесткая привязка нового режима инфляционного таргетирования к плавающему курсу рубля является искусственной, теоретически бездоказательной, имеющей определенный смысл лишь при доминировании факторов инфляции спроса в стране. Но если ведущим механизмом раскручивания цен является инфляция издержек, а именно это наблюдается в монополизированной и недостаточно открытой российской экономике, то торможение ценоповышательного процесса попросту невозможно в ней без довольно жесткого давления со стороны Банка России на валютный курс, что предполагает задействование инструмента валютной интервенции всякий раз, когда в стране усиливается угроза девальвации.

Известно, что государства, основу финансового благополучия которых составляют косвенные налоги, а именно к ним относится Россия, надежно защищены от проявления эффекта Оливьера — Танзи,

который описывает негативное воздействие инфляции на динамику бюджетного дефицита. В то время как уплату прямых налогов вполне возможно отложить в ожидании обесценения национальной валюты, перенести в сколько-нибудь отдаленное будущее потребление многих товаров и услуг, в цены которых включены налоговые компоненты, оказывается попросту невозможно. Более того, незапланированное ускорение инфляционных процессов в «экономике слабого рубля» вполне может сопровождаться крупными дополнительными налоговыми поступлениями в бюджет от реализации продукции, в структуре цен которой представлены НДС, акцизы, таможенные пошлины и другие косвенные изъятия. Сегодня, когда мировая цена барреля нефти превышает 4 000 руб., трудно оспаривать мнение Г.А. Шаламова, рассматривающего Министерство финансов Российской Федерации в качестве основного заказчика шокового ослабления рубля [11]. Падение его стоимости явилось, как полагает А. Амосов, легким способом получения дополнительных бюджетных доходов для полноценной интеграции Крыма в российское социально-экономическое пространство, приема беженцев из ДНР и ЛНР и оказания другой помощи этим республикам, компенсации потерь от резкого сокращения хозяйственных связей с Украиной и осуществления ряда других незапланированных расходов, обусловленных зарубежными санкциями против Российской Федерации [12]. В этих условиях стратегические интересы Банка России, объективно связанные в антиинфляционных целях с сильным рублем, вступают в неразрешимое противоречие с интересами Минфина России, который необоснованно перетягивает одеяло ответственности за судьбу рубля на себя и стремится тем самым поддержать финансовую безопасность страны ценой подрыва ее безопасности инвестиционной.

Однако уменьшение проблем финансового сектора, позволяющее финансировать, например, операцию воздушно-космических сил в Сирии, подготовку к чемпионату мира по футболу, не могло не обернуться усложнением ситуации в секторе реальном. Резкое удорожание импортной, а затем и отечественной продукции подорвало покупательную способность россиян

(особенно валютных ипотечников) и не могло не сказаться на динамике тех отраслей, которые совсем недавно выступали драйверами роста национальной экономики со стороны спроса — торговли, общественного питания, жилищного строительства, туристической и других отраслей сферы услуг.

Преодоление автономной рецессии в российской экономике предполагает решительное искоренение сложившейся в ней сырьевой модели и обеспечение опережающего развития всего комплекса конечных отраслей, обладающих потенциалом конкурентоспособности. В ближайшие годы трудно всерьез рассчитывать на восстановление прежней лидирующей роли сферы услуг, которую она играла в тучные годы, в связи с утратой ею на длительный период (если не навсегда) финансовой подпитки со стороны рентных доходов отечественных сырьевиков. Но для искоренения «голландской болезни» как ключевой задачи диверсификации российской экономики необходимо нахождение оптимальных параметров реального курса рубля относительно корзины ведущих мировых валют. Такая оптимизация требует всестороннего учета Банком России в каждый данный момент многообразного комплекса объективных и субъективных, внешних и внутренних факторов, определяющих динамику обменного курса на пути к его оптимуму. Целью курсовой политики Банка России, направленной на нейтрализацию эффекта Гронингена, является вовсе не максимизация или минимизация, а именно оптимизация обменного курса рубля, при которой достоинства изменения курса с лихвой перекрывали бы его недостатки. Наилучшим при этом может считаться такой курс, при котором властям удастся удерживать инфляцию в зоне относительно низких значений и одновременно с этим находить благоприятную комбинацию рационального импортозамещения с наращиванием экспорта продукции с высокой добавленной стоимостью.

Известно, что относительно сильный рубль вовсе не обязательно негативно воздействует на экономическую динамику. Обратная зависимость темпов роста ВВП от динамики реального курса рубля выглядит вполне

очевидной лишь в рамках краткосрочного периода. Между тем в периоде долгосрочном данное соотношение вполне может оказаться диаметрально противоположным, например, за счет торможения в экономике сильной валюты инфляционных процессов, дестимулирования бегства отечественного капитала вкупе с расширяющимся притоком капитала из-за пределов страны, наращивания импорта дешевоющих машин и оборудования, сырья и материалов для легкой промышленности, сельского хозяйства, дорожного строительства и т.п. К тому же в экономике твердого рубля с 2002 г. вплоть до введения западных санкций в 2014 г. расширялось внешнее кредитование отечественной экономики, причем по весьма комфортным реальным процентным ставкам, оказывалось намного легче погашать внешний долг. В результате достижения макроэкономической стабилизации складывалась достаточно тесная положительная связь между темпами укрепления курса рубля и инвестициями в основной капитал.

Если кейнсианский курс на обесценение национальной валюты дает эффект в случае главенства внешнего, заграничного спроса в комбинации факторов роста отечественной экономики, то приветствуемое либералами ее укрепление полезно, наоборот, при превращении в решающий фактор роста спроса внутреннего. А поскольку в России в условиях западных санкций закономерно возрастает роль платежеспособного спроса собственного населения в позитивной хозяйственной динамике, постольку последовательное превращение рубля в полноценную валюту, в которой номинированы и сбережения, и инвестиции, способно было дать мощный импульс устойчивому хозяйственному развитию нашего общества. При этом бенефициарами крепкого рубля являются производители продукции конечного спроса, ориентированные на внутренний рынок и характеризующиеся высокой долей импортных комплектующих. Весьма показательными в связи с этим являются приводимые М. Ершовым данные о том, что за укрепление рубля выступают ныне 58% промышленников, в то время как за его девальвацию — всего 2% [13]. Таково, видимо, их субъективное объяснение

феномена 2001—2008 гг., состоявшего в сочетании серьезного удорожания валюты Российской Федерации (причем темпами, существенно превышающими динамику производительности труда) с довольно быстрым увеличением ее национального продукта.

Конечно, сильную валюту в течение длительного времени могут позволить себе лишь наиболее развитые страны, являющиеся мировыми лидерами по уровню конкурентоспособности (эффективности) национальной экономики. В них вполне может наблюдаться примерное равенство фактического обменного курса национальной валюты с паритетом покупательной способности. Высокий валютный курс обеспечивает значительную покупательную способность национальной валюты этих стран на внешнем рынке, помогая им дешево приобретать не только импортные потребительские товары, но и зарубежные реальные и финансовые активы. Негативное же воздействие завышенного курса на экспорт нейтрализуется здесь, во-первых, преобладанием в структуре последнего высокотехнологичной, наукоемкой продукции, спрос на которую малоэластичен по цене, во-вторых, нацеленностью экспортных потоков на рынки опять-таки развитых стран с высоким уровнем жизни населения и вполне сопоставимым уровнем относительных цен. Но даже в индустриально развитых странах сильная валюта способна вызывать неотвратимую деградацию менее эффективных отраслей, которые без модернизации обречены на вытеснение из воспроизводственной структуры экономики.

Но если уровень конкурентоспособности национального хозяйства невелик, а в структуре экспорта продукция высокой степени обработки заведомо не доминирует, что характерно для современной России, то долговременный рост ее экономики может быть гарантирован только относительно низким уровнем сопоставимых цен, что требует регулируемой, просчитываемой по своим последствиям девальвации национальной валюты, без которой на динамику ВВП накладываются жесткие внешнеэкономические ограничения. Сравнивая результативность протекционизма и девальвации как альтернативных способов

защиты внутреннего рынка от наплыва импортной продукции, большинство государств отдают предпочтение последнему инструменту. В отличие от тарифных регуляторов целенаправленное ослабление курса рубля оказывает на деятельность тех или иных участников внешнеэкономической деятельности не избирательное (путем поощрения одних и, напротив, наказания других), а универсальное воздействие. Поэтому уровень коррупционности национального хозяйства, как и реальное влияние лоббистских групп на принятие политических решений, оказываются в этом случае куда менее заметными. К тому же известно, что односторонне протекционистские меры поддержки отечественного производителя способны привести через повышение тарифов на импорт в условиях несовершенной конкуренции к скачку внутренних цен, а также к ответным действиям других государств — торговых партнеров вплоть до запуска настоящих торговых войн, подобных тем, которые на наших глазах развязываются сегодня между США и КНР.

При чрезмерно сильном рубле Россия неотвратимо столкнется с дополнительными макроэкономическими рисками, которые связаны с очередным нарастанием корпоративной внешней задолженности, надуванием пузырей на рынке недвижимости, фондовом рынке. На российскую территорию будут продолжаться интенсивные поставки сложной промышленной продукции из-за рубежа (авиационной техники, сельскохозяйственных машин, электротехнического оборудования и т.п.), не подпавшей под санкции. А поскольку эти поставки обычно сопряжены с предоставлением покупателям дешевых кредитов, страховок, сервисными и иными инструментами продвижения товаров, то усиливается труднопреодолимое неравенство в конкурентоспособности отечественных и зарубежных компаний. В этом случае преждевременное, до проведения новой индустриализации, избыточное укрепление курса рубля, его приближение к курсу паритета покупательной способности (а не заметно более высокому курсу паритета конкурентоспособности) становятся чуть ли не решающим фактором инвестиционной

деградации России, интенсификации «голландской болезни» в результате неблагоприятных структурных сдвигов в пользу добывающих отраслей [14]. Поэтому мнение А. Кудрина и О. Сергиенко, согласно которому внешними опорами для улучшения инвестиционного климата в России будут укрепление рубля и получение им статуса международной резервной валюты [15], можно признать обоснованным лишь наполовину — в связи с выявленной В.К. Конторовичем для 1990-х гг. эластичностью индекса промышленного производства по реальному валютному курсу, когда 1-процентное излишнее укрепление рубля приводит примерно к падению выпуска на 0,25% [16]. И, напротив, разумное ослабление курса рубля потенциально усиливает стимулы зарубежных производителей из стран, не примкнувших к «санкционной войне», к размещению производств на российской территории, что оказывается существенно более выгодным по сравнению с реализацией здесь соответствующего импортного продукта.

Выходит, что насколько не решающим задачи структурной перестройки являлся в недалеком прошлом переукрепленный, стремившийся к паритету покупательной способности рубль, настолько же противоречит задачам рациональной диверсификации российской экономики его нынешнее падение до уровня, намного ниже паритета конкурентоспособности. Еще недавно эксперты доказывали, что нам необходима плавная, в меру разницы в темпах инфляции в России и США, девальвация номинального курса рубля (до 38 руб. за доллар к 2030 г.)<sup>1</sup>. Но сегодня подобный курс представляется уже недостижимой мечтой, особенно после событий апреля 2018 г. на валютном рынке. Куда большей угрозой являются чрезмерно высокие темпы ослабления курса рубля, которые уводят его гораздо ниже оптимального уровня. Как отмечалось, в сложившихся конкретных условиях спровоцированная Банком России в угоду Минфину России, финансовым спекулянтам и крупнейшим сырьевым экспортерам девальвация рубля оказывает

<sup>1</sup> Журавлев С., Ивантер А. Расколдованная казна // Эксперт. 2011. № 13. URL: <http://expert.ru/expert/2011/13/taskoldovannay-a-kazna/>

преимущественно негативное воздействие как на совокупный спрос, так и на совокупное предложение, а значит, на динамику ВВП и его отраслевую структуру. Демонстрируя довольно распространенный сегодня в научной литературе «девальвационный пессимизм», С. Губанов утверждает, что российскими денежными властями должна всемерно поддерживаться твердая покупательная сила рубля на протяжении по меньшей мере двух-трех пятилеток [17]. В сложившейся ситуации запуску диверсификации российской экономики способствует вовсе не ослабление, а напротив, некоторое укрепление курса сильно недооцененной в очередной раз национальной валюты (примерно до диапазона в 45–50 руб. за долл. США). При имеющихся в 2018 г. в распоряжении Банка России золотовалютных резервах доведение обменного курса рубля до уровня, призванного обеспечивать согласованную реализацию ведущих макроэкономических целей, является инструментально задачей не слишком сложной.

Достижение оптимального курса рубля регулирующими действиями Банка России, на что нацеливают монетарные власти нашей страны А.А. Беляков и И.Б. Туруев [18], предполагает решительный отказ от режима его свободного плавания, который, надо признать, используется сегодня в крайне ограниченном числе развитых стран типа Норвегии. В подавляющем большинстве других развитых государств курс национальной валюты сознательно регулируется в той или иной форме. В условиях внешних санкций, полагает С. Андрушин, и Банку России целесообразно отказаться от принятого курса и перейти к новому целевому режиму — таргетирования валютного курса [19]. Необходимость подобного перехода обусловлена еще и тем обстоятельством, что режим инфляционного таргетирования куда более применим к

странам, уже достигшим состояния макроэкономической стабилизации, нежели к странам, еще только стремящимся к последовательной дезинфляции — особенно тем из них, чья экономика функционирует в обстановке высокой степени зависимости от вывоза сырья. Для них постоянно сохраняется риск столкнуться с резким подрывом валютных поступлений от сырьевого экспорта с соответствующими скачками обменного курса в сторону понижения, а значит, с трудно контролируемыми перепадами в темпах инфляции, при которых цели инфляционного таргетирования становятся принципиально недостижимыми.

Для восстановления ВВП России на докризисном уровне и обеспечения его последующего роста на каждом этапе также требуется проведение соответствующей политики регулирования номинального курса рубля, учитывая необходимость обеспечения конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках российских товаров, выпускаемых в обрабатывающих отраслях. После периода выправления допущенного Банком России перекоса в направлении избыточной девальвации рубля его обменный курс в дальнейшем должен изменяться при строгом сопоставлении динамики эффективности и темпов инфляции в нашей стране и в странах, являющихся ее торговыми партнерами — с тем, чтобы не только в кратко-, но и в среднесрочной перспективе сознательно поддерживался уровень относительных цен, не выходящий за некое критическое значение. Только через сознательную оптимизацию обменного курса рубля можно гарантировать столь нужный нам в очередной раз инвестиционный бум параллельно с проведением структурной перестройки отечественной экономики в направлении ускоренного развития высокотехнологичных обрабатывающих отраслей.

## Список литературы

1. Лякин А.Н. Создает ли девальвация условия для роста российской экономики // Проблемы современной экономики. 2015. № 3. С. 110–114.
2. Глазьев С.Ю., Чистилин Д.К. Куда пойдет Россия? (Анализ предложенных программ социально-экономического развития страны) // Российский экономический журнал. 2017. № 4. С. 36–48.

3. *May В.А.* Антикризисные меры или структурные реформы: экономическая политика России в 2015 году // *Вопросы экономики*. 2016. № 2. С. 5—33.
4. *Козырь Н.С., Злыденко Н.И.* Валютные войны или конкурентная девальвация: сценарные перспективы // *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. 2015. № 30. С. 48—60. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/valyutnye-voyny-ili-konkurentnaya-devalvatsiya-stsenarnye-perspektivy>
5. *Сухарев О.С.* Экономический рост: проблема управления // *Экономист*. 2016. № 7. С. 21—31.
6. *Акиндинова Н.В., Ясин Е.Г.* Новый этап развития экономики в постсоветской России // *Вопросы экономики*. 2015. № 5. С. 5—27.
7. *Деягин М.Г.* Крах оптимистических иллюзий и отправной пункт экономического оздоровления // *Российский экономический журнал*. 2014. № 1. С. 19—23.
8. *Миронов В.В.* Российская девальвация 2014—2015 гг.: падение в пропасть или окно возможностей? // *Вопросы экономики*. 2015. № 12. С. 5—31.
9. *Маневич В.Е.* Альтернативные стратегии преодоления стагнации «новая модель роста» российской экономики // *Вопросы экономики*. 2017. № 8. С. 121—137.
10. *Маневич В.Е.* Функционирование денежно-финансовой системы и депрессия российской экономики // *Вопросы экономики*. 2016. № 2. С. 34—55.
11. *Шаламов Г.А.* О пагубном влиянии заявлений руководителей Банка России на состояние валютного рынка страны // *Вестник Иркутского государственного технического университета*. 2014. № 6. С. 240—244.
12. *Амосов А.* О переходе от монополюльно-спекулятивного ценообразования к установлению цен, доступных для массовых потребителей // *Экономист*. 2016. № 4. С. 15—19.
13. *Ершов М.* Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире // *Вопросы экономики*. 2015. № 12. С. 32—50.
14. *Капканщиков С.Г.* Структурная политика российского государства в механизме преодоления «голландской болезни». Ульяновск: УлГУ, 2015. 258 с.
15. *Кудрин А., Сергиенко О.* Последствия кризиса и перспективы социально-экономического развития России // *Вопросы экономики*. 2011. № 3. С. 4—19.
16. *Конторович В.К.* Взаимосвязь реального курса рубля и динамики промышленного производства в России // *Экономический журнал ВШЭ*. 2001. № 3. С. 363—374.
17. *Губанов С.* Об экономической модели и долгосрочной стратегии новой индустриализации России // *Экономист*. 2016. № 2. С. 3—10.
18. *Беляков А.А., Туруев И.Б.* Курс рубля: в поисках оптимума // *Финансовый бизнес*. 2012. № 3. С. 44—50.
19. *Андрюшин С.А.* Аргументы в пользу управления обменным курсом рубля // *Вопросы экономики*. 2015. № 12. С. 51—68.

### **Информация о конфликте интересов**

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**REASONS FOR POST-SANCTIONS RUBLE DEVALUATION AND THE PROBLEM OF ITS EXCHANGE RATE OPTIMIZATION**Sergei G. KAPKANSCHCHIKOV<sup>a,\*</sup>, Svetlana V. KAPKANSCHCHIKOVA<sup>b</sup><sup>a</sup> Ulyanovsk State University, Ulyanovsk, Russian Federation  
kapkansg@yandex.ru  
<https://orcid.org/0000-0001-9459-5516><sup>b</sup> Ulyanovsk State University, Ulyanovsk, Russian Federation  
kapkansv@mail.ru  
<https://orcid.org/0000-0001-9838-1291>

\* Corresponding author

**Article history:**Received 23 April 2018  
Received in revised form  
4 June 2018  
Accepted 21 June 2018  
Available online  
29 August 2018**JEL classification:** E42, E52,  
E58**Keywords:** devaluation,  
sanctions, targeting, exchange  
rate, Russian ruble**Abstract****Importance** The article considers trends in the Russian ruble exchange rate fluctuations during the post-sanctions period from the perspective of their contradictory impact on the Russian economy.**Objectives** The aim is to unveil patterns in search of the optimal ruble exchange rate, which contributes to achieving the main macroeconomic goals of contemporary Russia.**Methods** We apply a dialectical method to study the common factors governing the formation of the economic policy of the government in their development.**Results** The paper highlights reasons behind the post-sanctions devaluation of the Russian currency, underpins the prevailing negative impact of excessive devaluation on the dynamics of GDP and inflationary processes taking place in Russia.**Conclusions and Relevance** Ascending economic development is impossible under the current exchange rate of ruble. The largest exporters of commodities, financial speculators and the Ministry of Finance of the Russian Federation are characterized as major beneficiaries of the transition to the floating exchange rate of ruble. Achieving the optimal exchange rate of ruble in the course of overcoming its current undervaluation is seen as a critical success factor in the Russian economy diversification and the 'Dutch disease' eradication.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2018

**Please cite this article as:** Kapkanschchikov S.G., Kapkanschchikova S.V. Reasons for Post-Sanctions Ruble Devaluation and the Problem of Its Exchange Rate Optimization. *Finance and Credit*, 2018, vol. 24, iss. 8, pp. 1767–1780.  
<https://doi.org/10.24891/fc.24.8.1767>**References**

1. Lyakin A.N. [Does devaluation create conditions for growth in the Russian economy?]. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*, 2015, no. 3, pp. 110–114. (In Russ.)
2. Glaz'ev S.Yu., Chistilin D.K. [Where goes Russia? (Analysis of the proposed programs for socio-economic development of the country)]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economic Journal*, 2017, no. 4, pp. 36–48. (In Russ.)
3. Mau V.A. [Anti-crisis measures or structural reforms: Russia's economic policy in 2015]. *Voprosy Ekonomiki*, 2016, no. 2, pp. 5–33. (In Russ.)
4. Kozyr' N.S., Zlydenko N.I. [Currency wars or competitive devaluation: Scenarios and their implications]. *Natsional'nye interesy: priority i bezopasnost' = National Interests: Priorities and Security*, 2015, no. 30, pp. 48–60.  
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/valyutnye-voyny-ili-konkurentnaya-devalvatsiya-stsenarnye-perspektivy> (In Russ.)

5. Sukharev O.S. [Economic growth: The management problem]. *Ekonomist*, 2016, no. 7, pp. 21–31. (In Russ.)
6. Akindinova N.V., Yasin E.G. [A New Stage of Economic Development in Post-Soviet Russia]. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 5, pp. 5–27. (In Russ.)
7. Delyagin M.G. [Destruction of Optimistic Illusions and Starting Point for Economic Recovery]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economic Journal*, 2014, no. 1, pp. 19–23. (In Russ.)
8. Mironov V.V. [Russian Devaluation in 2014–2015: Falling into the Abyss or Window of Opportunities?]. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 12, pp. 5–31. (In Russ.)
9. Manevich V.E. [Alternative strategies of overcoming stagnation and a 'new growth model' of the Russian economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 2017, no. 8, pp. 121–137. (In Russ.)
10. Manevich V.E. [Functioning of monetary and financial system and the depression of the Russian economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 2016, no. 2, pp. 34–55. (In Russ.)
11. Shalamov G.A. [On adverse effects of Bank of Russia leaders announcements on country currency market]. *Vestnik Irkutskogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta = Proceedings of Irkutsk State Technical University*, 2014, no. 6, pp. 240–244. (In Russ.)
12. Amosov A. [On transition from monopoly-speculative pricing to pricing accessible to mass consumers]. *Ekonomist*, 2016, no. 4, pp. 15–19. (In Russ.)
13. Ershov M. [The Opportunities of Growth in the Environment of Currency Collapses in Russia and Financial Bubbles in the World]. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 12, pp. 32–50. (In Russ.)
14. Kapkashchikov S.G. *Strukturnaya politika rossiiskogo gosudarstva v mekhanizme preodoleniya "gollandskoi bolezni"* [Structural policy of the Russian government in the mechanism of overcoming the Dutch disease]. Ulyanovsk, UISU Publ., 2015, 258 p.
15. Kudrin A., Sergienko O. [Consequences of the Crisis and Prospects of Russia's Social and Economic Development]. *Voprosy Ekonomiki*, 2011, no. 3, pp. 4–19. (In Russ.)
16. Kontorovich V.K. [The relationship between the real exchange rate of ruble and trends in industrial output in Russia]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE = The HSE Economic Journal*, 2001, no. 3, pp. 363–374. (In Russ.)
17. Gubanov S. [On the economic model and long-term strategy for new industrialization in Russia]. *Ekonomist*, 2016, no. 2, pp. 3–10. (In Russ.)
18. Belyakov A.A., Turuev I.B. [The ruble exchange rate: In search of the ideal]. *Finansovyi biznes = Financial Business*, 2012, no. 3, pp. 44–50. (In Russ.)
19. Andryushin S.A. [Arguments for the Ruble Exchange Rate Management]. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 12, pp. 51–68. (In Russ.)

### **Conflict-of-interest notification**

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.