JEL: G15, N20, F33

УДК 339.7+336.7

DOI: [10.14530/se.2018.3.152-164](https://doi.org/10.14530/se.2018.3.152-164)

О ПРОБЛЕМАХ ВАЛЮТНОЙ СФЕРЫ

М.В. Ершов, А.С. Танасова, В.Ю. Татузов, М.П. Цховребов

Ершов Михаил Владимирович – доктор экономических наук, директор Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков. Финансовый университет при Правительстве РФ, Ленинградский пр-т, 49, Москва, Россия, 125993 (ГСП-3). E-mail: astanasova@fa.ru. ORCID: 0000-0002-5811-9560

Танасова Анна Станиславовна – кандидат экономических наук, заместитель директора Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков. Финансовый университет при Правительстве РФ, Ленинградский пр-т, 49, Москва, Россия, 125993 (ГСП-3). E-mail: astanasova@fa.ru. ORCID: 0000-0001-9796-5762

Татузов Виктор Юрьевич – кандидат экономических наук, доктор экономики (PhD, Сорбонны), ведущий научный сотрудник Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков. Финансовый университет при Правительстве РФ, Ленинградский пр-т, 49, Москва, Россия, 125993 (ГСП-3). E-mail: astanasova@fa.ru. ORCID: 0000-0002-7341-1340

Цховребов Мельс Павлович – кандидат экономических наук, младший научный сотрудник Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков. Финансовый университет при Правительстве РФ, Ленинградский пр-т, 49, Москва, Россия, 125993 (ГСП-3). E-mail: astanasova@fa.ru. ORCID: 0000-0002-8775-4299

Аннотация. Отмечающийся в последнее время рост мировой экономики пока довольно нестабилен. О сохраняющихся рисках, особенно в среднесрочной перспективе, предупреждают также международные организации. Определенную угрозу стабильности представляет ситуация на мировых финансовых рынках, где наблюдается продолжительный рост без значимой коррекции, вследствие чего ряд показателей существенно перегреты. Кроме того, рост процентных ставок на развитых рынках представляют угрозу стабильности валют в странах с развивающимися рынками. Это наиболее актуально для стран, где введен режим свободного плавления национальной валюты. Росту рисков способствует также напряженная геополитическая ситуация. В условиях свободного плавления рубля активная трансляция внешних шоков на внутреннюю экономику РФ неизбежна. Важным каналом такой трансляции выступает валютный канал: любое ухудшение ситуации вокруг РФ способствует росту волатильности на валютном рынке и обесценению рубля. В статье анализируются особенности развития валютной сферы в РФ на данном этапе. Обосновывается, что качественное улучшение и формирование конкурентных условий на валютно-финансовом рынке РФ является необходимым для обеспечения стабильности и ускорения темпов роста экономики в целом. Говорится о положительных и негативных сторонах обесценения рубля. Большинство отрас-

© Ершов М.В., Танасова А.С., Татузов В.Ю., Цховребов М.П., 2018

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету при Правительстве РФ.

лей экономики РФ, согласно различным опросам предприятий, указывают на то, что им выгоден более крепкий и стабильный курс рубля, чем сложилось в первой половине 2018 г. К тому же расширение антироссийских санкций, которое США запланировали на конец лета текущего года, может способствовать росту курсовой волатильности и дальнейшему обесценению рубля. В этой связи необходимы активные шаги Банка России для обеспечения стабильности рубля, сдерживания его обесценения и предотвращения расширения негативных последствий этого на развитие российской экономики. В статье предлагается ряд мер, которые могли бы способствовать обеспечению стабильности рубля и предотвратить рост спекулятивных операций. В числе таких мер более низкая валютная позиция, снижение кредитного плеча, введение налога Тобина и др.

Ключевые слова: валютный курс, ИПС, финансовые рынки, волатильность курса, девальвация

Для цитирования: Ершов М.В., Танасова А.С., Татузов В.Ю., Цховребов М.П. О проблемах валютной сферы // Пространственная экономика. 2018. № 3. С. 152–164. DOI: [10.14530/se.2018.3.152-164](https://doi.org/10.14530/se.2018.3.152-164).

For citation: Ershov M.V., Tanasova A.S., Tatuzov V.Yu., Tskhovrebov M.P. About Some Problems in Currency Exchange Sphere. *Prostranstvennaya Ekonomika* = *Spatial Economics*, 2018, no. 3, pp. 152–164. DOI: [10.14530/se.2018.3.152-164](https://doi.org/10.14530/se.2018.3.152-164). (In Russian).

Экономики ведущих стран, по данным международных экспертов, вышли из кризиса 2007–2009 гг. и начинают демонстрировать ускоряющиеся темпы роста. При этом рост имеет недостаточно синхронный характер. По оценкам большинства международных организаций – Всемирного банка (ВБ), МВФ, ОЭСР¹ – рост мировой экономики в 2018 г. ускорится. Однако в дальнейшем, в 2019 г., темпы роста будут снова замедляться, особенно в развитых странах (рис. 1), что свидетельствует о недостаточно прочном состоянии экономик ведущих стран.

Рис. 1. Рост реального ВВП в мире: факт и прогноз, %

Источник: World..., 2018.

¹ Отметим, что ОЭСР после своих алармистских прогнозов затем резко пересмотрела прогнозы в более позитивном направлении вслед за другими международными организациями.

Вместе с тем ситуация в мировой финансовой сфере также остается не столь однозначной. Периодически наблюдаются повышенная волатильность на рынках и неблагоприятные тенденции, которые вызваны геополитической напряженностью, ожиданием ужесточения мер финансовых регуляторов и в целом довольно высокой неопределенностью. По оценкам МВФ, среднесрочные риски стабильности мировой финансовой системы остаются повышенными (Global..., 2018). По оценкам ОЭСР, сейчас риски не меньше уровня, чем были до кризиса 2007–2009 гг. Такого же мнения придерживается бывший министр финансов США Л. Саммерс.

Бывший глава ФРС США А. Гринспен в январе 2018 г. заявил: «В настоящее время есть два пузыря: один на фондовом рынке, другой – на рынке облигаций» (Smialek, 2018). Фондовые индексы на рынках развитых стран длительный период демонстрировали растущую тенденцию и достигли своих максимальных значений в начале 2018 г. Более того, индекс S&P500 за последние 90 лет продемонстрировал самый длинный по продолжительности и второй по масштабам рост (без корректировки вниз на 5%).

Столь существенный рост на финансовых рынках не подкрепляется соответствующими темпами экономики и не имеет подкрепления со стороны реальной экономики, что, естественно, формирует риски коррекции.

Кроме того, ряд показателей фондовых рынков, например, отношение цены акций к доходу (Price Earning Ratio), также находятся на пиковых значениях (рис. 2).

Рис. 2. Shiller PE Ratio

Источник: Shiller..., 2018.

К тому же рост ставок на развитых рынках способен провоцировать масштабный отток капитала с рынков стран с развивающимися экономиками. Это может вызвать в последних значительные обвалы и дестабилизацию валютного и финансового рынка в целом.

Учитывая, что в мире объемы иностранных заимствований в долларах и в евро имеют растущую тенденцию, движение значительного объема горячих денег может быть также критично для сохранения стабильности. Так, в 2017 г. объем заимствований в долларах вырос на 8% – до 11,4 трлн долл., а в евро – на 10% – до 3 трлн евро. При этом наиболее значительные масштабы были в странах с развивающимися рынками, в которых за 2017 г. объем заимствований в долларах вырос на 10% (основной рост произошел за счет размещений долговых бумаг, объемы которых выросли на 22%) (Statistical..., 2018).

В январе 2018 г. министр финансов США С. Мнучин на форуме в Давосе заявил, что ослабление доллара обеспечит поддержку экономике США за счет улучшения условий для внешней торговли. «Более слабый доллар – это хорошо для нас в контексте торговли и возможностей», – сказал С. Мнучин (Доллар..., 2018). Следует указать, однако, что США всегда придерживались более крепкого доллара, что обеспечивало им приток капитала, необходимый в т. ч. для финансирования бюджетного дефицита.

При этом нельзя исключать, что американские санкции в отношении России, в частности, могут усиливаться в случае ухудшения экономической и финансовой ситуации в США. В целом новые санкции Запада против России, в случае их дальнейшего усиления, способны иметь ряд существенных негативных последствий, как для финансового сектора РФ, так и для всей российской экономики.

В таких условиях отсутствие должных механизмов стабилизации валютного рынка может значительно снизить привлекательность страны для инвесторов, ухудшить жизненный уровень населения и способствовать низким темпам роста экономики.

Переход к режиму плавающего курса рубля в ноябре 2014 г. содействовал резкому росту волатильности рубля и его девальвации, масштабы которой составили 40% за два месяца (к доллару США). Девальвация, с одной стороны, способствовала определенному росту активности импортозамещающих производств. В частности, ускорились темпы роста сельского хозяйства, пищевой и химической промышленности. Однако в целом девальвация привела к значительному оттоку капитала из страны, росту инфляции и установлению цен на более высоком уровне (чем это было до девальвации), сокращению инвестиций, потребительского спроса и стагнации экономики.

В условиях режима свободного плавания рубля любое внешнее ухудшение ситуации вокруг РФ приводит к масштабным колебаниям курса. В частности, расширение антироссийских санкций в начале апреля 2018 г. привело к росту волатильности рубля и его девальвации на 10% в течение двух дней (Баранова, Порохова, 2018). Безусловно, такая нестабильность подрывает

устойчивость финансового сектора России в целом и затрудняет планирование и ведение нормальной деловой активности.

В этой связи качественное улучшение и формирование конкурентных условий на валютно-финансовом рынке РФ является необходимым для обеспечения стабильности и ускорения темпов роста экономики в целом.

Переход к режиму инфляционного таргетирования и свободно плавающего курса произошел в России одновременно, причем после этого перехода в конце 2014 г. наблюдалось резкое повышение волатильности курса рубля. Периодические всплески волатильности продолжаются. Так, в апреле 2018 г. после очередного витка антироссийских санкций США, а также в августе после объявления о намерениях США снова расширить санкции волатильность курса вновь резко возросла (рис. 3).

Рис. 3. Показатель волатильности курса рубля к доллару США (индекс к предыдущему дню) в 2014–2015 гг.

Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ.

Цена на нефть, после ее снижения в 2014 г., долгое время оставалась достаточно низкой (35–45 долл./барр.), что в сочетании с отказом от поддержки курса рубля регулятором оказывало существенное понижательное воздействие на курс рубля (рис. 4).

Рубль оказался одной из наиболее сильно девальвированных валют в 2015 г. Например, рубль обесценился в гораздо большей степени, нежели валюты ряда азиатских стран, осуществивших примерно в этот же период масштабные девальвации (рис. 5). Причем, согласно МВФ, стремительное обесценение валют на развивающихся рынках обострило для их компаний проблемы заимствования в иностранной валюте и вызвало значительный отток капитала (Global..., 2015; Mishkin, 1998; Obstfeld, Rogoff, 1995).

Долгое время наблюдалась высокая зависимость валютного курса от цен на нефть. В настоящее время периодически наблюдается ослабление этой зависимости (рис. 6) в силу таких факторов, как антироссийские западные санкции, отток капитала, политика регуляторов по повышению ЗВР и т. д.

Рис. 4. Динамика цены нефти «Бrent» и курса долл./руб. с января 2014 г. по январь 2016 г. (помесячные данные, на конец периода)

Источники: Минфин РФ, Smialek, 2018.

Рис. 5. Уровень ослабления курса ряда азиатских валют к доллару США в 2015 г., %

Источник: составлено по данным: Smialek, 2018.

Рис. 6. Динамика цены нефти «Бrent» и курса долл./руб. с ноября 2017 г. по март 2018 г.

Источники: О чем..., 2016; Доклад..., 2017; Smialek, 2018.

Если в 2012 г. средний курс руб./долл. был занижен по сравнению с паритетом покупательной способности (ППС) в 1,68 раза, то по итогам 2016 г. отклонение от ППС выросло до 2,82 раза, в 2017 г. – понизилось до 2,37 раза (рис. 7). Снижение курса национальной валюты относительно ППС в известном смысле дает экономике «фору» по конкурентоспособности товаров и услуг, но может создавать инфляционное давление, затруднять предприятиям импорт современных технологий и т. д.

Рис. 7. Сравнение курса руб./долл. по ППС и среднего курса руб./долл.

Источники: Росстат; О чем..., 2016; Доклад..., 2017.

Курс на отмену внутренних валютных ограничений, взятый в 1990-е гг., с 2006 г. был дополнен отменой практически всех форм контроля за движением трансграничных капиталов. Это повысило подверженность рубля спекулятивным атакам (Тулин, 2014). В конце 2014 г. переход к режиму свободного плавления повысил волатильность и масштабы спекулятивных операций, а также привел к сильной девальвации рубля.

Нынешний валютный режим продолжает активно транслировать внешние шоки на российскую экономику и финансовую сферу (в частности, время от времени стимулируя ослабление рубля). При этом многие отрасли экономики нуждаются, наоборот, в более сильном рубле.

Институт экономической политики (ИЭП) еще в мае 2017 г. опубликовал результаты опросов предприятий обрабатывающей промышленности о предпочтительном курсе рубля (в среднем, оптимальный курс – 52 руб./долл.). Опросы ИЭП (рис. 8) показали их высокую зависимость от импортного оборудования, комплектующих, сырья. «Направление влияния девальвации рубля на себестоимость российской продукции вполне определенно – увеличение», – подчеркнули эксперты ИЭП (Цухло, 2017).

Еще раньше (в 2016 г.) результаты аналогичного опроса опубликовал Банк России: для большей части из 263 опрошенных им промышленных

предприятий оптимальным был бы валютный курс в диапазоне от 35 до 60 руб./долл. (рис. 9). «Большинство респондентов высказали заинтересованность в крепком и устойчивом курсе национальной валюты. По мнению респондентов, крепкий рубль позволил бы провести модернизацию производства за счет приобретения импортного оборудования, снизить себестоимость продукции и повысить ее конкурентоспособность на внешних рынках», – писал Банк России (Доклад..., 2017).

Рис. 8. Оптимальный курс рубля (по опросам промышленных предприятий РФ)
Источник: Цухло, 2017.

Рис. 9. Оптимальный курс рубля (опрос Банка России) (руб./долл., 2016 г.)
Источник: О чем..., 2016.

В то же время и у слабой национальной валюты существуют определенные преимущества, такие, в частности, как:

- увеличение доходной части бюджета РФ в рублевом выражении;
- повышение экспортной конкурентоспособности;

- увеличение конкурентоспособности ряда российских товаров на внутреннем рынке (при их конкуренции с импортом);
- рост рублевых доходов экспортеров (после продажи валютной выручки).

Однако многие промпредприятия, банки и эксперты, тем не менее, в целом выступают за более крепкий рубль, т. к. обесценение рубля имеет значимые негативные последствия для развития страны:

- усиливает сырьевой профиль экономики;
- затрудняет импорт передовых технологий;
- тормозит импорт комплектующих к ранее закупленным средствам производства;
- повышает недоверие к рублю (в т. ч. в странах ЕАЭС);
- способствует оттоку капитала из страны;
- ухудшает эффективность привлечения иностранных инвестиций, т. к. снижается стоимость национальных активов (в т. ч. обостряется проблема залогового обеспечения – т. н. margin calls);
- затрудняет выполнение ряда банковских нормативов;
- увеличивает платежи по обслуживанию внешнего долга;
- повышает уровень инфляции.

Кроме того, сжимается внутренний спрос – важнейший «драйвер» экономического роста (Ершов, 2011; 2017). Стабилизация цен на существенно более высоком уровне (чем до девальвации) постоянно снижает внутренний спрос и возможности для экономического роста.

Вероятно, разумное ослабление курса должно сопровождаться использованием сугубо внутренних рычагов экономической политики по поддержке экспортеров. Также могут использоваться иные механизмы увеличения бюджетных доходов (например, введение налога Тобина на валютные спекуляции, повышение эффективности сбора налогов, осуществление приватизации и т. д.).

Наблюдавшееся весной 2018 г. из-за нового витка санкций снижение курса рубля не только негативно влияет на многие отрасли промышленности, но и может стать одним из факторов роста потребительских цен, инфляционных ожиданий и инфляционных рисков (Ершов и др., 2017). Этот пример еще раз убедительно показывает, что с учетом возможного усиления антироссийских санкций, прогнозируемых международными организациями растущих среднесрочных финансовых рисков и иных дестабилизирующих факторов, при режиме свободно плавающего валютного курса возможна активная трансляция внешних шоков на внутреннюю экономику РФ.

* * *

Денежно-кредитная политика Банка России, как представляется, могла бы быть доработана с целью стимулирования импорта передовых технологий в РФ, противодействия инфляционным рискам и т. д. В частности, представляется, что политика Банка России могла бы предусматривать официальный отход от режима плавающего валютного курса и введение режима управляемого плавления.

Для ограничения возможного роста спекулятивных операций, которые могут при этом возникать, регулятором может использоваться широкий набор инструментов, делающих такие операции невыгодными для участников рынка. Объемы валютных спекуляций могли бы быть ограничены такими инструментами, как более низкая валютная позиция, снижение кредитного плеча, налог Тобина и др.

С целью укрепления доверия к рублю Банк России должен четко обозначить свои курсовые предпочтения и возможности устанавливать курс, которыми он располагает. Отчетливая формулировка своих курсовых предпочтений со стороны регулятора и донесение их до участников рынка наряду с использованием всех имеющихся нормативов и иных механизмов сдержек и противовесов даст участникам рынка понимание характера планирующихся подходов и будет «перенастраивать» их к модификации своей валютной корзины в пользу рублей, способствуя тем самым и повышению валютной стабильности в целом.

Также необходим комплекс мер по формированию более выгодных условий хранения и проведения операций в рублях по сравнению с операциями в валюте, что будет стимулировать экспортеров продавать валюту. Если регулятор сумеет четко сформулировать свои курсовые предпочтения и донести их до участников рынка, а также использовать все имеющиеся нормативы и иные механизмы сдержек и противовесов, то участники рынка смогут лучше понять характер планируемых действий и модифицировать свою валютную корзину в пользу рублей.

Стабильный валютный курс и четкий подход регулятора к данному вопросу способствовали бы повышению доверия к рублю и стабилизации финансового состояния организаций в целом.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Баранова В., Порохова Н.* Изменение экономической политики – основной канал влияния санкций на российскую экономику / Аналитическое кредитное рейтинговое агентство. 2018. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/819> (дата обращения: июль 2018).
- Доклад о денежно-кредитной политике. 2017. № 2. 67 с.
- Доллар укрепился после заявлений Трампа // Интерфакс. 2018. 26 января. URL: <http://www.interfax.ru/business/597157> (дата обращения: февраль 2018).
- Ершов М.В.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. 295 с.
- Ершов М.В.* Россия и мир: насколько устойчив экономический рост? Риски и препятствия // Вопросы экономики. 2017. № 12. С. 63–80.
- Ершов М.В., Танасова А.С., Татузов В.Ю.* Прогнозы российских регуляторов не в полной мере учитывают некоторые важные факторы // Банковское дело. 2017. № 7. С. 76–83.
- О чем говорят тренды // Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. 2016. № 6. 55 с.
- Туллин Д.В.* В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию (обзор полемики вокруг политики Банка России) // Деньги и кредит. 2014. № 12. С. 6–16.
- Цухло С.* Какой курс рубля нужен российской промышленности // Мониторинг экономической ситуации в России. 2017. № 10. С. 11–15.
- Global Financial Stability Report April 2015: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks / IMF. 2015. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Navigating-Monetary-Policy-Challenges-and-Managing-Risks> (дата обращения: июнь 2018).
- Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead / IMF. 2018. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018> (дата обращения: июнь 2018).
- Mishkin F.S.* Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries? / National Bureau of Economic Research. 1998. 27 p. URL: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/IF98.pdf> (дата обращения: май 2018).
- Obstfeld M., Rogoff K.* The Mirage of Fixed Exchange Rates // Journal of Economic Perspectives. 1995. Vol. 9. No. 4. Pp. 73–96. DOI: 10.1257/jep.9.4.73.
- Shiller PE Ratio by Month. URL: <http://www.multpl.com/shiller-pe/table?f=m> (дата обращения: июнь 2018).
- Smialek J.* Former Fed Chair Alan Greenspan Sees Bubbles in Stocks and Bonds / Bloomberg. 2018. 1 February. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-31/former-fed-chair-alan-greenspan-sees-bubbles-in-stocks-and-bonds> (дата обращения: февраль 2018).
- Statistical Release: BIS Global Liquidity Indicators at end-December 2017. 2018. April. 7 p. URL: <https://www.bis.org/statistics/gli1804.pdf> (дата обращения: август 2018).
- World Economic Outlook / IMF. 2018. July. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018> (дата обращения: июнь 2018).

ABOUT SOME PROBLEMS IN CURRENCY EXCHANGE SPHERE

M.V. Ershov, A.S. Tanasova, V.Yu. Tatuzov, M.P. Tskhovrebov

Mikhail Vladimirovich Ershov – Doctor of Economics, Director of Center for Monetary Policy and Financial Markets. Financial University under the Government of the Russian Federation, 49 Leningradskiy Avenue, Moscow, Russia, 125993 (GSP-3). E-mail: astanasova@fa.ru.
ORCID: 0000-0002-5811-9560

Anna Stanislavovna Tanasova – Candidate of Economics, Deputy Head of Department of Center for Monetary Policy and Financial Markets. Financial University under the Government of the Russian Federation, 49 Leningradskiy Avenue, Moscow, Russia, 125993 (GSP-3). E-mail: astanasova@fa.ru.
ORCID: 0000-0001-9796-5762

Victor Yuryevich Tatuzov – Candidate of Economics, Doctor of Economics (PhD) of Sorbonne, Leading Researcher of Center for Monetary Policy and Financial Markets. Financial University under the Government of the Russian Federation, 49 Leningradskiy Avenue, Moscow, Russia, 125993 (GSP-3). E-mail: astanasova@fa.ru.
ORCID: 0000-0002-7341-1340

Mels Pavlovich Tskhovrebov – Candidate of Economics, Associate Scientist of Center for Monetary Policy and Financial Markets. Financial University under the Government of the Russian Federation, 49 Leningradskiy Avenue, Moscow, Russia, 125993 (GSP-3). E-mail: astanasova@fa.ru.
ORCID: 0000-0002-8775-4299

Abstract. The new trend of global economic growth for now appears unstable. A certain threat to stability is represented by continuous growth of the world financial markets without significant correction, which leads to overheating of certain indicators. Besides, the growth of interest rates in the developed markets threatens the stability of currency in countries with developing markets, especially where floating exchange rate has been introduced. The risky situation is not helped by the tensions in geopolitics. External shocks will inevitably transfer on the internal economics of Russia due to free floating of the ruble. Currency is a significant channel of such transfer: any deterioration of situation in Russia would contribute to volatility of currency market and depreciation of ruble. The article analyzes the specifics of currency sphere in Russia today, studies negative and positive sides to ruble depreciation. The quality improvement and formation of comparative conditions in the currency market of Russia is necessary for stability and increasing rates of economy growth. Most branches of Russian economy benefit from stable ruble exchange rate. Adding to that, the expansion of economic sanctions announced by the USA to come into effect at the end of summer 2018 can contribute to volatility and further depreciation of the ruble. The Bank of Russia should take active measures towards ruble stability, prevention of depreciation and minimization of negative consequences for Russian economy. The article suggests several such measures to provide stability and prevent the growth of currency speculation: low currency position, lower leverage, Tobin tax, etc.

Keywords: exchange rate, PPP, financial markets, exchange rate volatility, depreciation of currency

The article is prepared on the basis of the results of studies performed at the expense of budget funds for the state task to the Financial University under the Government of the Russian Federation.

REFERENCES

- Baranova V., Prokhorova N. *Changing Economic Policy is a Main Channel of Sanctions' Influence on the Russian Economy*. Analytical Credit Rating Agency. 2018. Available at: <https://www.acra-ratings.ru/research/819> (accessed July 2018). (In Russian).
- Monetary Policy Report*. Bank of Russia, 2017, no. 2, 67 p. (In Russian).
- The Dollar Strengthened after Statements of Trump. *Interfaks = Interfax*, 2018, 26 January. Available at: <http://www.interfax.ru/business/597157> (accessed February 2018). (In Russian).
- Ershov M.V. *Global Financial Crisis. What's Next?* Moscow, 2011, 295 p. (In Russian).
- Ershov M.V. Russia and the World: How Sustainable is Economic Growth? Risks and Barriers. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2017, no. 12, pp. 63–80. (In Russian).
- Ershov M.V., Tanasova A.S., Tatuzov V.Yu. Forecasts of Russian Regulators do Not Fully Take Into Account Some Important Factors. *Bankovskoe Delo* [Banking], 2017, no. 7, pp. 76–83. (In Russian).
- Talking Trends. *Research and Forecasting Department Bulletin*. Bank of Russia, 2016, no. 6, 55 p. (In Russian).
- Tulin D.V. Searching for Seigniorage, or Easy Paths to Prosperity (Review of Debates on Bank of Russia Policy). *Dengi i Kredit = Russian Journal of Money and Finance*, 2014, no. 12, pp. 6–16. (In Russian).
- Tsukhlo S. Optimal Rouble Exchange Rate for Russia's Industrial Sector. *Monitoring Ekonomicheskoy Situatsii v Rossii = Monitoring of Russia's Economic Outlook*, 2017, no. 10, pp. 11–15. (In Russian).
- Global Financial Stability Report April 2015: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. IMF, 2015. Available at: <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Navigating-Monetary-Policy-Challenges-and-Managing-Risks> (accessed June 2018).
- Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead*. IMF, 2018. Available at: <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018> (accessed June 2018).
- Mishkin F.S. *Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?* National Bureau of Economic Research, 1998, 27 p. Available at: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/IF98.pdf> (accessed May 2018).
- Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 1995, vol. 9, no. 4, pp. 73–96. DOI: 10.1257/jep.9.4.73.
- Shiller PE Ratio by Month*. Available at: <http://www.multpl.com/shiller-pe/table?f=m> (accessed June 2018).
- Smialek J. *Former Fed Chair Alan Greenspan Sees Bubbles in Stocks and Bonds*. Bloomberg, 2018, 1 February. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-31/former-fed-chair-alan-greenspan-sees-bubbles-in-stocks-and-bonds> (accessed February 2018).
- Statistical Release: BIS Global Liquidity Indicators at end-December 2017*, 2018, April, 7 p. Available at: <https://www.bis.org/statistics/gli1804.pdf> (accessed August 2018).
- World Economic Outlook*. IMF, 2018, July. Available at: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018> (accessed June 2018).