

**БОГАТОВА ИРИНА ЭДУАРДОВНА**

**ВЛИЯНИЕ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА НА  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ РФ**

Специальность 08.00.14 – «Мировая экономика»

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации на соискание ученой степени**

**кандидата экономических наук**

**Москва- 2016**

Работа выполнена на кафедре «Общей экономической теории» факультета Московская школа экономики Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова».

Научный руководитель: **Головнин Михаил Юрьевич**  
доктор экономических наук

Официальные оппоненты: **Платонова Ирина Николаевна**  
доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой Международных экономических отношений и внешнеэкономических связей факультета Международных экономических отношений Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации»

**Гусев Кирилл Нионилович**

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра денежно-кредитных и валютно-финансовых проблем Федерального государственного бюджетного учреждения науки «Институт Европы Российской академии наук»

Ведущая организация: Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования "Санкт-Петербургский государственный экономический университет"

Защита состоится «27» сентября 2016 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 002.009.02 при ФГБУН Институт экономики Российской академии наук по адресу: 117418, г. Москва, ул. Новочеремушкинская ул., 42а.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБУН Институт экономики РАН по адресу: 117418, г. Москва, ул. Новочеремушкинская, 42а., а также на сайте организации [http://inecon.org/docs/Bogatova\\_dissertation.pdf](http://inecon.org/docs/Bogatova_dissertation.pdf).

Автореферат и диссертация размещены на официальном интернет-сайте ФГБУН Институт экономики [http://inecon.org/docs/Bogatova\\_dissertation.pdf](http://inecon.org/docs/Bogatova_dissertation.pdf), [http://inecon.org/docs/Bogatova\\_abstract\(2\).pdf](http://inecon.org/docs/Bogatova_abstract(2).pdf)

Автореферат разослан «21» июля 2016 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета Д 002.009.02  
кандидат политических наук

Е.М. Кузьмина

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Глобальный экономический и финансовый кризис 2007-2009 гг. поднял вопрос об устойчивости национальной экономики перед влиянием международного движения капитала и шоков, вызывающих изменения его движения. К таким шокам можно, например, отнести уменьшение инвестиционной активности в развитых странах, что выражается в резкой остановке потоков приходящего в развивающиеся страны капитала, «развороте» потоков капитала. Все больше внимания в мире стало уделяться вопросам реакции монетарных властей на внешние шоки. Вопреки общепринятому ранее тренду на всеобщую либерализацию, некоторыми странами принимаются решения о введении различных форм ограничений на движение капитала, осуществляется переход к управляемому валютному курсу. Появилась необходимость иметь в арсенале денежно-кредитной политики инструменты, позволяющие поддерживать финансовую стабильность, не входя при этом в противоречие с другими целями денежно-кредитной политики. В развитых странах активно вводятся меры макропруденциального регулирования, в том числе в качестве инструментов регулирования колебаний трансграничных потоков капитала.

Кризисы 1998, 2008-2009 гг., 2014-2015 гг. в российской экономике начинались с масштабного оттока капитала и разворачивались через падение котировок на рынке акций и снижение валютного курса. Международное движение капитала после кризисов восстанавливалось, но в 2014 г. введенные в отношении России финансовые санкции существенно сократили возможности для новых внешних займов, что, в частности, привело к изменениям на рынке межбанковского кредитования и заставило участников корпоративного сектора пересмотреть свою кредитную политику. Вновь сработала на практике теория «внезапной остановки» трансграничного движения капитала, когда в 2014 г. резко прекратился приток иностранного капитала, а затем последовал его отток. Российская экономика столкнулась не с краткосрочным шоком трансграничного капитала, а с долгосрочным, оказывающим воздействие на экономику до настоящего времени.

В таких условиях необходимо понять, какая денежно-кредитная политика должна проводиться в России, какие режимы валютного курса и валютного регулирования следует использовать для противостояния повторяющимся внешним шокам. Денежно-кредитная политика имеет ограничения, связанные с необходимостью достижения цели по обеспечению финансовой стабильности в стране, значимость которой в последнее время возрастает. Поэтому в России является актуальной проблема использования мер, помогающих поддерживать финансовую стабильность в ответ на колебания потоков капитала. В условиях открытой российской экономики трансграничное движение

капитала влияет на все составляющие денежно-кредитной сферы и требует адекватного ответа на связанные с ним вызовы и угрозы.

В последние годы роль денежно-кредитной политики в экономике значительно возросла. Она является первой линией обороны национальной экономики от внешних шоков. Денежно-кредитная политика обладает большей гибкостью по сравнению с другими средствами макроэкономической политики. Следует отметить, что денежно-кредитная политика оказывает воздействие на масштабы и структуру иностранных и внутренних инвестиций, столь необходимых для развития российской экономики. Россия перешла к режиму инфляционного таргетирования и свободному валютному курсу. Необходимо оценить, способен ли подобный режим денежно-кредитной политики в российских условиях формировать адекватные меры реакции на шоки со стороны трансграничного движения капитала.

**Степень разработанности темы исследования.** Исследованием тех или иных аспектов трансграничного движения капитала и связанных с ними рисков, а также денежно-кредитной политики России в условиях открытой экономики занимались такие российские исследователи, как: Абалкина А.А., Андреев В.В., Головнин М.Ю., Гурвич Е.Т., Исаков А.В., Киреев А.В., Красавина Л.Н., Коваленко О.В., Мишина В.Ю., Моисеев С.Р., Некипелов А.Д., Пискулов Д.Ю., Смирнов В.Д., Степичева О.А., Тулин Д.В., Хейфец Б.А., Цветков В.А., Шерстнев М.А. и другие. Анализ шоков со стороны нестабильных потоков капитала, а также их влияние на денежно-кредитную политику стран рассматривается в работах таких зарубежных исследователей, как: Агийон Ф., Азариадис К., Айзенман Дж, Алберола Е., Бачетта Ф., Бенерджи А., Бениньо Д., Бернанке Б., Беттс С., Бруно В., Гетлер М., Глик Р., Девере М., Дорнбуш Р., Кабаллеро Р., Кальво Г., Камин С., Канова Ф., Кришнамерфи А., Лейдерман Л., Мередит Дж., Мишкин Ф., Обстфельд М., Рейнхарт К., Рогофф К., Стиглиц Дж., Тейлор А., Фельдштейн М., Феррейра А., Филардо А., Франкель Дж., Хатчисон М., Ходрик Р., Хориока Ч., Чен К., Чинн М., Шин Х., Эйхенгрин Б., Энгель Ч., и другие.

**Цель и задачи исследования.** Целью данной работы является выявление каналов взаимосвязи между денежно-кредитной политикой и трансграничным движением капитала в российских условиях. Для реализации цели исследования были поставлены следующие основные задачи:

1. Анализ теоретических основ процесса финансовой глобализации, основных форм международного движения капитала, выявление связанных с ними шоков и внешних угроз для национальной экономики.
2. Характеристика основных составляющих трансграничных потоков капитала в России в их динамике, выявление ключевых факторов, оказывающих влияние на эти потоки.

3. Исследование влияния отдельных видов потоков капитала на финансовые рынки, анализ влияния трансграничных потоков капитала на эффективность денежно-кредитной политики через каналы трансмиссионных механизмов.
4. Исследование международного опыта реагирования мерами денежно-кредитной политики, валютного регулирования и макропруденциальной политики на шоки со стороны трансграничного движения капитала.
5. Изучение особенностей проведения денежно-кредитной политики России в условиях либерализации трансграничного движения капитала.
6. Оценка российской денежно – кредитной политики и возможностей применения валютных ограничений и мер макропруденциальной политики с точки зрения задачи обеспечения финансовой стабильности в современных условиях.

**Объект исследования** - трансграничное движение капитала в мировой экономике и применительно к России. **Предмет исследования** – влияние трансграничного движения капитала на денежно-кредитную политику России и меры денежно-кредитной политики по нейтрализации внешних шоков, вызванных трансграничными финансовыми операциями.

**Теоретическая база.** Теоретической базой являются теории международной макроэкономики, международных валютно-кредитных отношений, международных финансов, теория денежно-кредитного регулирования, а также труды российских и зарубежных исследователей, посвященные теории трансграничного движения капитала, макроэкономической политики, ограничениям денежно-кредитной политики в рамках открытой экономики.

**Методологическая база.** Методологическую основу составляют методы сравнительного и системного анализа, макроэкономического анализа, методы обобщения, дедуктивного анализа, факторного анализа, эконометрические и статистические методы (корреляционный анализ, построение систем одновременных уравнений).

**Статистическая база исследования.** Статистическую базу диссертационного исследования составляют данные: Международного валютного фонда, Центрального банка РФ, Федеральной службы государственной статистики, Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Федеральной резервной системы США, Bureau of Economic Analysis, Thomson Reuters, Eurostat, Финам.ru, ICE Benchmark Administration Limited (IBA).

**Область исследования.** Работа выполнена в соответствии с Паспортом специальности 08.00.14- «Мировая экономика» (экономические науки), пунктами 15: «Международные потоки ссудного капитала, прямых и портфельных инвестиций,

проблемы их регулирования на национальном и наднациональном уровнях», 6: «Последствия глобализации для развитых и развивающихся стран. Взаимоотношения мирового экономического авангарда и мировой периферии», 8: «Эволюция мирохозяйственного механизма. Регулирование экономических процессов на национальном и международном уровнях. Международная координация экономической политики. Сохранение и трансформация экономического суверенитета».

**Научная гипотеза.** Трансграничное движение капитала оказывает постоянное влияние на денежно-кредитную политику России через финансовые рынки (рынок ценных бумаг, валютный рынок и рынок банковского кредитования) по каналам трансмиссионного механизма, а также посредством отдельных внешних шоков, выражающихся во внезапной остановке притока капитала. Со стороны монетарных властей не уделяется должного внимания воздействию трансграничных потоков капитала на денежно-кредитную сферу, а используемого в настоящее время инструментария денежно-кредитной политики не достаточно для достижения целей денежно-кредитной политики, в том числе поддержания финансовой стабильности страны.

**Научная новизна.** До сих пор в работах российских экономистов рассматривались лишь отдельные проблемы взаимодействия денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала в России. Диссертация представляет собой первую попытку исследования данной проблемы в целом. В современных российских работах практически не уделяется внимание взаимосвязи денежно-кредитной политики и политики обеспечения финансовой стабильности с трансграничными потоками капитала, влияющими на отдельные финансовые рынки России. Основные результаты, составляющие научную новизну работы, заключаются в следующем:

1. определены основные шоки международного движения капитала на современном этапе, такие как: «внезапная остановка», «разворот» потоков капитала, изменения в монетарной политике больших экономик; проанализировано влияние этих шоков на экономику развивающихся стран и стран с формирующимися рынками через трансграничное движение капитала;
2. выявлена и описана взаимосвязь динамики основных видов трансграничных потоков капитала с наиболее значимыми экономическими и политическими шоками в России в последнее десятилетие, в частности, с введенными в 2014 г. финансовыми санкциями;
3. на основании построенной регрессионной модели зависимости валютного курса рубля к доллару от основных макроэкономических показателей количественно подтверждено значительное влияние на динамику валютного курса обязательств по портфельным инвестициям, выявлено также влияние на валютный курс странового риска и валютной политики Банка России;

4. на основе расчетов индекса «давления на валютный курс» (EMP- Exchange market pressure) было нивелировано влияние валютных интервенций Банка России на факторы, определяющие динамику валютных курсов рубля к доллару и евро; был выявлен момент фактического начала перехода к свободному плаванию валютного курса, а также выделено влияние шоков трансграничного движения капитала на валютный курс и риски его колебаний без поддержки со стороны Банка России;
5. определены направления влияния трансграничных потоков капитала на рынок банковского кредитования на основании построенной модели системы одновременных уравнений рекурсивного вида, позволяющей оценить влияние потоков капитала на ставку межбанковского кредитования, влияющую в свою очередь на колебания ставки по кредитам;
6. показаны основные тенденции в изменении режима валютного курса в кризисный и посткризисный периоды, выделены применяемые в ответ на современные шоки трансграничного движения капитала меры его контроля и валютные ограничения;
7. выявлено влияние трансграничных потоков капитала на эффективность применения инструментов денежно-кредитной политики России через каналы трансмиссионных механизмов (процентный канал, канал банковского кредитования и валютный канал), в связи с этим обоснована необходимость дополнения инструментов денежно-кредитной политики мерами макропруденциального регулирования и отдельными валютными ограничениями на трансграничное движение капитала, в том числе для возможности корректировки его колебаний.

**Практическая значимость.** Результаты работы могут найти практическое применение в деятельности организаций, функционирование которых непосредственно связано с денежно-кредитной сферой: Банка России, Министерства финансов, Министерства экономического развития, Московской биржи, коммерческих банков, участвующих в трансграничном движении капитала, и других. Основные положения работы могут быть использованы в учебных курсах: «Мировая экономика», «Международные валютно-кредитные отношения», «Международные экономические отношения», «Международная макроэкономика», «Экономическая политика».

**Апробация диссертационной работы** проходила в форме публикации авторских работ, участия в научных конференциях, написания аналитических записок и докладов.

По теме диссертации опубликовано 10 работ общим объемом 24,88 п.л. (в том числе вклад автора - 7,17 п.л.), из них 3 статьи в журналах из «Перечня российских рецензируемых научных журналов, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук» общим объемом 2,13 п.л.

Основные теоретические положения и практические выводы исследования были представлены автором на Втором Российском экономическом конгрессе (г. Суздаль, 2013), Международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых учёных «Ломоносов-2012» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 2012), «Ломоносов-2013» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 2013), «Ломоносов -2014» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 2014), Всероссийской конференции молодых ученых «ЕС в формирующемся миропорядке» (Москва, ИМЭМО РАН, 2013), Конференции в честь 10-летия Московской школы экономики МГУ «Новый этап социально-экономического развития: проблемы и перспективы России» (Москва, МШЭ МГУ имени М.В. Ломоносова 2014), «Ломоносов -2016» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 2016).

**Структура работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и двух приложений.

## **Оглавление**

### **Введение**

#### **Глава 1** Трансграничное движение капитала: формы и тенденции

1.1. Глобализация экономики и международное движение капитала

1.2. Методологические аспекты международного движения капитала

1.3. Влияние трансграничных потоков капитала на денежно-кредитную политику стран

#### **Глава 2** Структура трансграничного движения капитала в России и его влияние на финансовые рынки

2.1. Анализ трансграничного движения капитала в России

2.2. Влияние трансграничного движения капитала на финансовые рынки России

#### **Глава 3** Анализ взаимосвязи денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала

3.1. Особенности денежно-кредитной политики на современном этапе

3.2. Денежно-кредитная политика стран при внешних шоках со стороны нестабильных трансграничных потоков капитала

3.3. Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации

### **Заключение**

### **Библиография**

### **Приложение 1**

### **Приложение 2**



## II. СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

**1. Финансовая глобализация привела к значительному увеличению трансграничного движения капитала между странами, связанному как с выгодами, так и с издержками для национальных экономик. Значительное влияние на денежно-кредитную сферу развивающихся стран и стран с формирующимися рынками оказали такие шоки движения капитала, как значительное увеличение притока иностранного капитала с последующей резкой «остановкой» и «разворотом».**

В условиях повышения степени открытости экономик и финансовой либерализации у экономических агентов появляется больший доступ к внешним источникам финансирования, что нивелирует дисбалансы спроса и предложения капитала на национальных рынках, особенно в странах с формирующимися рынками, нуждающихся в дополнительных средствах для развития экономики. Но, как показали финансовые кризисы последних десятилетий и особенно глобальный экономический и финансовый кризис 2007-2009 гг., либерализация и увеличение трансграничных потоков капитала могут породить и негативные последствия. Финансовая открытость делает страну уязвимой к внешним шокам, к различным процессам «заражения» внутри региона или мировой экономики в целом. Чем более открыт финансовый рынок страны, тем большее влияние может быть оказано внешними факторами на ее финансовую стабильность. На уязвимость страны к внешним шокам непосредственно влияют показатели соотношения ее активов и обязательств по отношению к остальному миру, нестабильность потоков капитала и связанные с этим риски, приток иностранного капитала, приводящий к завышению цен национальных активов. Волатильные и чрезмерные потоки капитала могут дестабилизировать валютный курс, а также могут воздействовать на динамику монетарных показателей и на колебания цен активов.

Значительный вред монетарной и финансовой стабильности страны могут нанести «внезапная остановка» («sudden stop») и «разворот» потоков капитала. Резкое прекращение притока иностранных инвестиций, а затем и последующий масштабный отток дестабилизируют экономику через влияние на основные монетарные показатели. Вышеперечисленные шоки влияют на все типы трансграничных потоков капитала. Но наиболее значимым для стабильности финансовой системы стран является изменение динамики и направления движения краткосрочного спекулятивного капитала под влиянием ожиданий иностранных инвесторов относительно состояния экономики страны или событий внешнего мира. Таким образом, перед странами встает задача выбора оптимальной комбинации политики валютного курса, контроля за потоками капитала и

денежно-кредитной политики в рамках ограничений «трилеммы»<sup>1</sup> для обеспечения финансовой стабильности и противодействия внешним шокам.

**2. Повышение волатильности трансграничных потоков капитала, зависящее от многочисленных внешних факторов, может нанести вред экономике России в отсутствие механизмов контроля за движением капитала, поскольку потоки капитала оказывают значимое влияние на финансовые рынки России (рынок ценных бумаг, валютный рынок, рынок банковского кредитования), а через них - на важные для экономики монетарные показатели.**

Основную роль в структуре трансграничных потоков капитала в России играют прочие инвестиции, которые с начала 2000-х гг. и до 2009 г. составляли более половины совокупных потоков капитала. Ситуация поменялась в 2009 г., когда доля операций с прочими инвестициями сократилась до 20%, и оставалась на этом уровне на протяжении двух лет. В этот период возросла доля прямых инвестиций в связи с меньшей волатильностью и снижением стоимости активов во время кризиса и составила более половины совокупных трансграничных потоков капитала. Начиная с 2011 г. соотношение в совокупном валовом объеме трансграничных потоков капитала прямых и прочих инвестиций практически сравнялось на уровне 42%-43%. Портфельные инвестиции занимают наименьшую долю среди трансграничных потоков капитала, но, как показали наши расчеты (см. ниже), играют важную роль при влиянии на фондовый и валютный рынки России. Это связано с их большей волатильностью и оборачиваемостью.

Анализ трансграничного движения капитала и оценка инвестиционной активности, как резидентов, так и нерезидентов, осложняется в силу наличия значительных потоков российского капитала, перемещающегося через офшоры. Прямые инвестиции являются наименее чувствительными к внешним и внутренним шокам. Самым сильным шоком для прямых инвестиций за анализируемый период был мировой финансовый кризис 2008 - 2009 гг. Динамика прямых инвестиций чувствительна и к совершаемым крупным сделкам. Так, например, в I квартале 2013 г. резкий скачок в увеличении активов прямых инвестиций объясняется операцией по продаже компании « Роснефть» 50% акций, принадлежащих ТНК-ВР.<sup>2</sup> Значительное влияние оказали введенные финансовые санкции и падение цен на нефть в 2014 -2015 гг. В 2015 г. существенно снизился валовой объем трансграничных операций с прямыми инвестициями. Несмотря на продолжающийся

---

<sup>1</sup> Glick R., Hutchison M. Navigating the trilemma: capital flows and monetary policy in China//Federal reserve Bank of San Francisco. - 2008

<sup>2</sup>Интерфакс. Росстат: Прямые иностранные инвестиции в Россию в январе — сентябре выросли на 51,6%//Ведомости. - 2013. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/19103721/rosstat-pryamye-inostrannye-investicii-v-rossiyu-v-yanvare#ixzz2oVJtFEHx> ( дата обращения:12.01.2014)

затяжной шок, связанный с введенными против России санкциями, относительно спокойная экономическая ситуация и улучшение внешней конъюнктуры из-за повышения цены на нефть с III квартала 2015 г. несколько уменьшили отток прямых инвестиций по сравнению с 2014 г.

Наиболее масштабно влияние внешних шоков на потоки капитала проявляется в статье платежного баланса «прочие инвестиции». Наиболее значительный отток капитала из страны в 2008 г. и 2014 г. произошел именно по статье прочих инвестиций. Обязательства по прочим инвестициям оказались более чувствительными к изменению внешней конъюнктуры по сравнению с активами. В 2008 г. начали сокращаться объемы привлеченных средств, произошел отток иностранных средств со счетов в российских банках. Посткризисный период ознаменовался невозможностью рефинансирования своих внешних обязательств, поэтому российские заемщики стали предпочитать внутренние займы внешним. Но в силу того, что многие крупные заемщики зарегистрированы за рубежом, часть таких кредитов банков регистрировалась как увеличение активов за счет кредитов нерезидентам и считалась оттоком капитала<sup>3</sup>. Последующим шоком для прочих инвестиций стали возросшая нестабильность мировых рынков, особенно европейского, а также снижение цен на энергоносители в конце 2011 г. - начале 2012 г. Резкое увеличение притока капитала по линии «прочих инвестиций» в начале 2013 г. произошло в связи с проведением уже упоминавшейся сделки между «Роснефтью» и ТНК-ВР. Для закрытия сделки «Роснефть» привлекла дополнительные средства за счет иностранного кредита, что было отражено как увеличение обязательств по линии ссуд и займов. В 2014 г. произошел значительный отток капитала под воздействием политических событий на Украине, введения санкций в отношении России, падения цены на нефть. Основной статьей оттока капитала по линии приобретения активов в I квартале 2014 г. была покупка наличной иностранной валюты. Сократился и объем обязательств. В начале 2014 г. на фоне нестабильной политической ситуации на Украине и ожиданий введения санкций иностранные инвесторы практически прекратили кредитование российских компаний. Затем, начиная со II квартала 2014 г. отток капитала по линии «прочих инвестиций» обуславливался погашением обязательств перед нерезидентами. Во – первых, в связи с введенными санкциями и политической нестабильностью нерезиденты начали снимать средства с счетов в российских банках. Во-вторых, погашались обязательства по статье платежного баланса «ссуды и займы», пик погашения по которым пришел на IV квартал 2014 г. и составил 13, 4 млрд. долл. США. Так же

---

<sup>3</sup> Богатова И.Э. Анализ состава и тенденций международных инвестиционных потоков в России за 2005-2013 гг.// Российский внешнеэкономический вестник. – 2014.-№ 11.-с.109-124

значительный объем погашаемого внешнего долга пришелся на I квартал 2015 г. Чистый отток капитала по линии прочих инвестиций в этот период составил 20,1 млрд. долл. США, что сопоставимо по объемам с оттоком в IV квартале 2014 г.

Портфельные инвестиции в основном отражают динамику трансграничного движения краткосрочного капитала и больше всего по сравнению с другими видами инвестиций реагируют на внешние шоки и оказывают непосредственное влияние на российский рынок ценных бумаг. Интеграция российского фондового рынка в мировой открыла доступ иностранным инвесторам для вложений в ценные бумаги российских компаний. В предкризисный период спред между доходностями по активам за границей и в России, делающий вложения в российские бумаги намного более доходными по сравнению с бумагами развитых стран, обусловил приток иностранного капитала на фондовый рынок России. Поэтому кризис, который начался в развитых странах, привел к тому, что иностранные инвесторы быстро вывели свой краткосрочный капитал с фондового рынка России. Таким образом, слабым звеном, через которое внешние шоки оказывали влияние на фондовый рынок России, стали тогда инвесторы-нерезиденты. Так в январе 2007 г. доля операций, проводимых нерезидентами, в биржевом обороте, составляла 22,7%, а уже в августе 2008 г. она достигла 39,7%<sup>4</sup>. В посткризисный период внимания заслуживает 2011 г., когда был зарегистрирован значительный отток портфельных инвестиций. Такая ситуация объяснялась деятельностью банков, которые стремились разместить свою излишнюю ликвидность в акции и облигации за рубежом. Снижение цен на иностранные активы после кризиса стимулировало рост их покупки российскими игроками. В 2013 -2014 гг. динамика портфельных инвестиций была подвержена колебаниям в связи с поведением нерезидентов, связанным с монетарной политикой США, падением цены на нефть и политической нестабильностью в связи с украинскими событиями. Значительный отток капитала в IV квартале 2013 г., вызвавший снижение фондового индекса, стал результатом действий иностранных инвесторов, которые начали избавляться от рискованных активов и переводить средства в активы развитых стран, в связи с сокращением объемов покупки ФРС активов на 10 млрд. долл. в месяц. (сворачивание третьего этапа программы количественного смягчения). Данная тенденция коснулась фондовых рынков многих экономик, но в особенности стран с развивающимися рынками, индексы которых снизились на 0,5–3,6%. Решение ФРС США стимулировало агентов играть на понижение. Российский рынок оказался среди лидеров падения, так как снижение цены на нефть (сентябрь – ноябрь 2013 г.) было воспринято инвесторами как негативный сигнал о будущем состоянии экономики России

---

<sup>4</sup> Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке – взгляд изнутри// Рынок ценных бумаг РФ.- 2009. URL: <http://www.rcb.ru/bo/2009-02/22707/>

и повлекло за собой продажу активов нерезидентами. Отток капитала вызвал падение курса рубля к основным валютам.

Существенным для фондового рынка России оказался отток капитала в связи с событиями 2014 г. С начала негативного развития политических процессов на Украине (22 февраля) до референдума по присоединению Крыма к России (16 марта) индекс ММВБ потерял около 17%. Пик падения индекса ММВБ и капитализации пришелся на 14 марта 2014 г. Отток капитала отразился на валютном курсе. Второй блок санкций в отношении России, носивших секторальный характер (в том числе и финансовых), был введен в конце июля. Это вызвало очередную волну продаж иностранцами российских ценных бумаг. Стоит отметить, что в отличие от прочих шоков, данный шок является не краткосрочным, а длительным, оказывающим воздействие на трансграничное движение капитала до сих пор. Последующее падение фондового рынка России в 2015 г. также было связано с поведением нерезидентов. Отток капитала произошел из-за снижения в январе суверенного рейтинга России. Снижение индекса фондового рынка России из-за оттока капитала (преимущественно портфельных инвестиций) с III –IV кварталах 2015 г. было связано со снижением цены на нефть и ожиданиями нерезидентов относительно повышения ставок ФРС США.

Поведение фондового рынка оказывает влияние на стоимость активов. Так его падение снижает стоимость ценных бумаг, которые могут выступать в качестве залога при получении кредитными организациями кредита у Банка России. Таким образом, ограничиваются возможности проведения денежно-кредитной политики Банком России. Влияние трансграничных потоков капитала на фондовый рынок затрудняет также действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики через канал стоимости активов.

Трансграничное движение капитала оказывает влияние на динамику валютного курса. Моделирование валютного курса показало, что одним из определяющих факторов его динамики являются трансграничные потоки капитала, а именно динамика обязательств по портфельным инвестициям. Кроме того, значимое воздействие на динамику валютного курса оказывают краткосрочная ставка ГКО-ОФЗ и денежное предложение в России.

Регрессионное уравнение (квартальные данные за 2005- 2013 гг.): (1)

Валютный курс =  $-0,1137 * \text{межбанковская процентная ставка РФ} - 0,0473 * \text{ИПЦ\_США} + 0,6167 * \text{M2\_РФ} - 0,1779 * \text{сальдо счета текущих операций\_РФ} + 0,8676 * \text{интервенции ЦБ РФ} - 0,8199 * \text{портфельные инвестиции\_пассивы} + 0,3110 * \text{ставка ГКО\_ОФЗ}$

## Значения коэффициентов и основная статистика коэффициентов

Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>Зависимая : валютный курс (логарифм)</b>				
Межбанковская процентная ставка РФ (лог., первая разность)	-0.113667	0.032682	-3.477938	0.0046
ИПЦ_США(-1) (лог., первая разность)	-0.047319	0.013020	-3.634211	0.0034
M2_РФ ( лог., сезонная корр.)	0.616721	0.058039	10.62593	0.0000
Сальдо счета текущих операций РФ ( лог., первая разность)	-0.177985	0.043392	-4.101772	0.0015
Интервенции ЦБ РФ ( лог.)	0.867557	0.215284	4.029819	0.0017
Портфельные инвестиции – пассивы (лог.)	-0.819869	0.217583	-3.768079	0.0027
Ставка ГКО_ОФЗ ( лог.)	0.311046	0.061525	5.055629	0.0003
R-squared	0.758942	Mean dependent var	4.174726	
Adjusted R-squared	0.638413	S.D. dependent var	0.241368	
S.E. of regression	0.145139	Akaike info criterion	-0.744935	
Sum squared resid	0.252785	Schwarz criterion	-0.396983	
Log likelihood	14.07688	Hannan-Quinn criter.	-0.686047	
Durbin-Watson stat	2.362085			

В условиях, когда до последнего времени валютный курс рубля регулировался ЦБ, как и следовало ожидать, значимое влияние на его динамику оказывали валютные интервенции.

В условиях, когда Центральный банк управляет плаванием рубля и проводит интервенции на валютном рынке, сам валютный курс может не в полной мере отражать влияние потоков капитала и внешнеторговых операций, так как определенную долю шоков нивелируют валютные интервенции. Для более объективной оценки влияния потоков капитала на валютный курс был построен показатель «давления на валютный рынок» (EMP-exchange market pressure). В общем виде формула индекса EMP может быть представлена следующим образом:

$$EMP = \left( \frac{\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1}}{\varepsilon_{t-1}} + \frac{res_{t-1} - res_t}{res_{t-1}} \right) * 100, \quad (2)$$

где  $\varepsilon_t$  - номинальный курс валюты,  $res_t$  – объем международных резервов (за исключением монетарного золота, не используемого для валютных интервенций). Таким образом, индекс давления на валютный курс показывает уровень обесценения (или укрепления) национальной валюты без учета изменения валютных резервов, он фактически отражает поведение валютного курса в условиях свободного плавания. Если монетарные власти не проводят валютных интервенций, то (если не брать в расчет

некоторую корректировку стоимости резервов в связи с изменением курса) показатель ЕМР равняется темпу роста валютного курса. Данный показатель можно использовать для идентификации валютного режима де-факто и сравнивать его с декларируемым режимом де-юре. С конца 2011 г. значения показателей темпа прироста курса и ЕМР стали практически совпадать, что свидетельствует о постепенном отказе от регулирования Банком России валютного курса и начавшемся переходе к свободному плаванию. Колебания валютного курса в свою очередь, помимо всего прочего, оказывают влияние на ожидания населения, выразившиеся, в том числе, в уровне долларизации экономики. Чем выше девальвационные ожидания, тем значительно будет уровень долларизации активов финансовых и нефинансовых организаций, возрастет доля иностранной валюты во вкладах населения. Чем выше уровень долларизации, тем более уязвимой к колебаниям валютного курса становится экономика.

Портфельные инвестиции также оказывают значимое влияние на рынок банковского кредитования. Влияние портфельных инвестиций сказывается по двум каналам. Во-первых, в период активного притока капитала возрастает стоимость активов, имеющих на балансе банков. Под такие возросшие в цене активы, банки могут привлекать больший объем кредитов, а увеличение ликвидности в банковской системе ведет к снижению процентных ставок. Во-вторых, рост притока капитала в виде портфельных инвестиций увеличивает объем средств у банков, что также приводит к снижению процентных ставок. Обратная ситуация наблюдается в случае оттока капитала по линии портфельных инвестиций. Значимым для рынка банковского кредитования является и трансграничное движение прочих инвестиций.

Три важных сегмента финансового рынка подвержены влиянию именно колебаний трансграничных потоков портфельных инвестиций. Поэтому представляется целесообразным иметь в арсенале денежных властей инструменты, позволяющие в нужные моменты ограничивать бесконтрольное движение спекулятивного краткосрочного иностранного капитала.

Движение потоков капитала влияет, прежде всего, на уровень ликвидности банковской системы. Уровень ликвидности банковской системы в свою очередь влияет на значение процентных ставок. Немаловажным для динамики процентных ставок является также изменение ликвидности под влиянием интервенции Банка России при сглаживании динамики валютного курса (в основном до 2008 г.), а также вследствие предоставления ликвидности Банком России через операции РЕПО и операции по кредитованию банковской системы.

Влияние шока со стороны трансграничного движения капитала на рынок банковского кредитования усиливается также при значительной сегментированности<sup>5</sup> российской банковской системы. При наличии так называемых «клубов»<sup>6</sup> высокорейтинговых банков, а также дочерних организаций иностранных банков, которые в основном кредитуют друг друга и формируют свой уровень процентных ставок, а также имеют доступ к внешнему заимствованию, от резких шоков движения капитала, вызывающих снижение уровня ликвидности и дальнейшее повышение ставок, в первую очередь страдают средние и мелкие российские банки. При этом в целом банковская система, в частности, региональные банки, испытывают влияние этих шоков косвенно, как результат от изменения процентных ставок.

Таким образом можно предположить, что трансграничное движение капитала влияет на ставку межбанковского кредитования, являющуюся отражением состояния ликвидности банковских институтов, она в свою очередь является важным фактором формирования кредитных ставок в стране. Для оценки этого влияния использовалась система одновременных уравнений. При построении системы одновременных уравнений было получено, что на значение межбанковской процентной ставки оказывают влияние такие показатели как ставка по РЕПО, норма банковского резервирования, а также трансграничные потоки капитала, в частности активы по портфельным и прочим инвестициям, активы и пассивы прямых инвестиций и чистые потоки производных финансовых инструментов. Наибольшее влияние на формирование межбанковской процентной ставки имеют ставка по однодневным РЕПО и прочие инвестиции (активы). При этом именно рост последних в IV квартале 2008 г. привел к финансовому кризису в стране.

Система одновременных уравнений (построенная на основе квартальных данных за 2005-2013 гг.):

(3)

1) Межбанковская процентная ставка = 0,3198\*Ставка РЕПО – 0,1434 \*финансовые производные инструменты – 0,1816 \*прямые инвестиции\_ активы + 0,3235 \*портфельные инвестиции\_ активы + 0,2059 \*обязательные резервы \_ нерез. - 0,2929 \* прямые инвестиции\_пассивы – 0,5783 \*прочие инвестиции\_ активы – 0,1501\* прочие инвестиции\_пассивы(-2) - 0,1470 \*портфельные инвестиции\_ пассивы(-2) +28,2096

Наблюдений: 41

R-squared	0.891679	Mean dependent var	0.620213
Adjusted R-squared	0.860231	S.D. dependent var	14.66692

<sup>5</sup> Исаков А.В. Структура рынка межбанковского кредитования и корректное агрегирование шоков ликвидности// Журнал новой экономической ассоциации. – 2014. - № 3(19).- с.52-64

<sup>6</sup> Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Доклад на РЭК- 2013. - с.5



S.E. of regression                    5.483324    Sum squared resid                    932.0722  
 Durbin-Watson stat                    2.148907

2) Ставка по кредитам =  $-1.8904 \cdot M2(-1) + 0.4339 \cdot \text{межбанковская процентная ставка} + 0.2726 \cdot \text{валютный курс}$

Наблюдений: 49

R-squared                                0.592841    Mean dependent var                    -0.248935  
 Adjusted R-squared                    0.575138    S.D. dependent var                    9.904426  
 S.E. of regression                    6.455845    Sum squared resid                    1917.185  
 Durbin-Watson stat                    1.310418

Таблица № 2

**Значения коэффициентов и основная статистика коэффициентов**

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Ставка РЕПО ( первая разница)	0.319810	0.093320	3.427017	0.0010
Финансовые производные инструменты	-0.143425	0.048732	-2.943160	0.0043
Прямые инвестиции _ активы ( первая разница)	-0.181607	0.074273	-2.445136	0.0168
Портфельные инвестиции_ активы (первая разница)	0.323531	0.083206	3.888332	0.0002
Норматив обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций перед банками-нерезидентами (первая разница)	0.205939	0.061345	3.357089	0.0012
Прямые инвестиции _ обязательства	-0.292872	0.082459	-3.551738	0.0007
Прочие инвестиции_ активы	-0.578299	0.073636	-7.853492	0.0000
Прочие инвестиции _ пассивы	-0.150128	0.046737	-3.212161	0.0019
Портфельные инвестиции_ пассивы	-0.147036	0.051056	-2.879884	0.0051
Свободный член (C10)	28.70962	6.939275	4.137264	0.0001
M2 ( вторая разница)	-1.890393	0.623177	-3.033478	0.0033
Межбанковская кредитная ставка ( первая разница)	0.433868	0.079595	5.450926	0.0000
Валютный курс ( вторая разница)	0.272642	0.121058	2.252169	0.0272

При моделировании процентной ставки по кредитам показатель инфляции оказался статистически незначимым, в отличие от показателя валютного курса. Таким образом, можно сделать вывод, что на данном этапе, даже при переходе к свободному плаванию рубля и инфляционному таргетированию, процентные ставки кредитного рынка реагируют не на инфляцию, а на колебания валютного курса. Поэтому колебания курса будут какое-то время оказывать шоковое воздействие на рынок кредитов, пока рынок не «привыкнет» и перестанет закладывать в кредитные ставки колебания курса.

### **3. В ответ на мировой экономический и финансовый кризис изменились подходы к реагированию денежно-кредитной политики стран на колебания трансграничных потоков капитала.**

Мировой кризис 2007-2009 гг. внес некоторые корректировки в части реакции денежно-кредитной политики на шоки трансграничного движения капитала. Так, некоторые страны стали вводить те или иные ограничения на движение спекулятивного краткосрочного капитала, а некоторые пошли на повышение управляемости валютного курса. Изменилось и отношение международных финансовых организаций к введению ограничений на трансграничное движение капитала. При постулате о необходимости дальнейшей финансовой интеграции, выделяются ситуации, в которых следует применять меры контроля за трансграничными потоками капитала. При этом ограничительные меры не рассматриваются сами по себе, а как дополнение к мерам по стабилизации экономической и финансовой системы с помощью инструментов макроэкономической политики. Изменилось и отношение стран к режимам валютного курса. В период с 2008 по 2014 гг. произошло небольшое увеличение числа стран, придерживающихся режима жесткой привязки валютного курса, увеличилось число стран, придерживающихся режимов мягкой привязки курса, и сократилось число стран с режимом плавающего валютного курса<sup>7</sup>. При этом интересно, что непосредственно в кризисный период, страны с жесткой привязкой остались верны этой политике, а вот количество стран с мягкой привязкой сократилось. Таким образом, можно сделать вывод, что мягкая привязка валютного курса не обеспечивает решение проблем в шоковые для экономики периоды, поэтому монетарные власти стран стали вводить свободное плавание валютного курса с целью проведения более эффективной денежно-кредитной политики в ответ на кризисные явления. Итак, если волатильные трансграничные потоки капитала могут нанести вред экономике страны через валютный курс, то обоснованным становится принятие тех или иных мер его регулирования, поэтому общий тренд – движение от

---

<sup>7</sup> Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.2013; Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.-2014

крайних форм валютной политики (жесткая привязка валютного курса или свободное плавание) к промежуточным. Но в кризисные периоды, монетарные власти стран склонны переходить к крайним формам валютной политики для предотвращения кризисных ситуаций.

Все больше внимания стало уделяться мерам, повышающим финансовую стабильность, а именно мерам макропруденциального регулирования. Макропруденциальное регулирование может помочь монетарным властям стран в вопросе регулирования потоков капитала косвенными методами в том случае, если страна по тем или иным причинам не хочет вводить прямое регулирование потоков капитала.

**4. Трансграничные потоки капитала влияют на эффективность денежно-кредитной политики через каналы трансмиссионных механизмов (процентный канал, канал банковского кредитования и валютный канал), в связи с этим необходимо дополнить инструменты денежно-кредитной политики России мерами макропруденциального регулирования, в том числе для возможности корректировки колебаний трансграничных потоков капитала.**

В силу слабого развития фондового рынка, большой доли на нем нерезидентов и низкого уровня внутренних заимствований, а также в силу невысокой активности населения на фондовом рынке, трансмиссионный канал стоимости активов в России не работает. Поэтому, несмотря на значительное влияние потоков трансграничного капитала на фондовые индексы, они не воздействуют на эффективность проведения денежно-кредитной политики через канал стоимости активов.

Действие трансмиссионных каналов можно разделить на два этапа: 1) воздействие монетарных властей на целевой индикатор (валютный курс, процентные ставки, уровень ликвидности банковской системы) и 2) влияние этого индикатора на реальный сектор.

На основе проведенного эконометрического анализа, было получено значимое влияние ставки по операциям РЕПО на межбанковскую процентную ставку, а также влияние межбанковской процентной ставки и денежного предложения на ставку по кредитам. Таким образом, нельзя исключать воздействие инструментов денежно-кредитной политики на реальную ставку процента на первом этапе действия процентного канала трансмиссионного механизма. Было подтверждено значительное влияние трансграничного движения капитала на межбанковскую ставку процента. Таким образом, доступ банков к внешним источникам финансирования и их высокая зависимость от движения трансграничных потоков капитала снижает эффективность передачи импульсов проводимой Банком России политики реальному сектору на первом этапе процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Канал широкого банковского кредитования не работает на первом этапе и практически не эффективен на втором. Исключениями являются кризисные периоды, когда под действием внешних шоков, которыми являются резкие колебания (в основном значительный отток) трансграничного движения капитала, существенно сжимается объем ликвидности банковской системы.

Что касается канала валютного курса, то в условиях российской экономики он является работоспособным, что обусловлено высокой степенью зависимости поведения экономических агентов от динамики валютного курса. При этом с помощью эконометрического анализа, было показано, что помимо внешней торговли и проводимой валютной политики Банка России, трансграничные потоки краткосрочного капитала также оказывают существенное влияние на колебания валютного курса.

Таким образом, можно сделать вывод, что трансграничные потоки капитала оказывают влияние на эффективность работы трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики. Поэтому монетарные власти должны при принятии решений учитывать процессы, происходящие в международном движении капиталов.

**5. Колебания трансграничных потоков капитала являются значимым фактором кризисных ситуаций в экономики России, а при текущем режиме денежно-кредитной политики монетарным властям приходится бороться лишь с последствиями изменений в динамике потоков капитала, при этом свободный валютный курс пока не выполняет роль механизма автоматической корректировки, сглаживающего колебания потоков капитала.**

Реакция со стороны монетарных властей на шоки трансграничных потоков капитала происходит в основном путем нивелирования их влияния на валютный курс и на ликвидность банковской системы в целом. Потоки капитала в большей степени воздействуют на рынок межбанковского кредитования, на межбанковскую процентную ставку, которая затем влияет на ставки по кредиту. Реакцией монетарных властей на колебания потоков капитала является регулирование уровня ликвидности кредитных организаций в периоды сильного оттока капитала при помощи различных видов кредитования под обеспечение (а в кризисный период - и без обеспечения) и операций по сделкам РЕПО. Так, например, проводимая Банком России денежно-кредитная политика в ответ на кризис 2008 -2009 гг. существенно сократила золотовалютные запасы, решая задачу стабилизации валютного курса в условиях свободного движения капитала и поддержания банковской системы. Стоит отметить, что последнее было выполнено успешно. Но в силу отсутствия работы второго этапа канала широкого банковского

кредитования трансмиссионного механизма денежно – кредитной политики, проведенная политика не оказала эффекта на реальный сектор экономики.

В кризис 2014 – 2015 гг. в условиях снижения уровня ликвидности кредитных организаций был расширен перечень активов в Ломбардном списке, увеличены объемы предоставляемых средств под нерыночные активы и сроки предоставления кредитов. Во второй половине 2014 г. денежно-кредитная сфера России испытала на себе влияние нескольких дестабилизирующих факторов. На IV квартал 2014 г. пришелся пик погашения внешнего долга, одновременно произошло значительное снижение цены на нефть. Это привело к падению курса рубля к доллару США на 40%. Более того, на фоне падения курса рубля население стало активно увеличивать свои активы в иностранной валюте. Компании – экспортеры держали валютную выручку, не конвертируя ее в рубли. Все это только усилило падение курса рубля. Для снижения инфляционного давления и долларизации экономики, а также для уменьшения доходности спекуляций против рубля Банком России была повышена ключевая ставка до 17%<sup>8</sup>.

Значительный отток капитала оказал давление на валютный курс рубля в сторону его понижения, а поддержание его в рамках заданного коридора привело бы к исчерпанию золотовалютных резервов. В связи с этим Банком России было принято решение о досрочном упразднении механизма курсовой политики в ноябре 2014 г., а не в октябре 2015 г., как было запланировано. Россия перешла от политики регулируемого валютного курса к свободному плаванию. При этом Банк России оставляет за собой право проведения валютных интервенций в случае шокового изменения валютного курса. Так, колебания курса после перехода к новому режиму, особенно в декабре 2014 г., в связи со значительным оттоком капитала (которые вызвали угрозы для финансовой стабильности) вынудили Банк России неоднократно проводить интервенции на валютном рынке. В качестве меры поддержания валютного курса и для предоставления иностранной валюты в условиях ее дефицита у кредитных организаций, Банком России были также введены специальные инструменты предоставления ликвидности кредитным организациям в иностранной валюте, а именно аукционы РЕПО в иностранной валюте и сделки «валютный своп». Таким образом, был предоставлен дополнительный объем иностранной валюты в обход валютного рынка, что предотвратило еще большее падение курса рубля в связи с оттоком капитала.

Необходимость вмешиваться в динамику валютного курса может говорить о том, что свободный валютный курс пока не выполняет роль механизма автоматической корректировки, сглаживающего колебания потоков капитала. Из опыта развивающихся стран и стран с формирующимися рынками можно сделать вывод о том, что свободному

---

<sup>8</sup> Обзор финансовой стабильности. М: Центральный Банк России. - IV квартал 2014 –I квартал 2015.

плаванию в обязательном порядке должно предшествовать развитие национальной финансовой системы<sup>9</sup>. Если финансовая система развита слабо, как в случае России, автоматическая корректировка может не работать, что будет требовать вмешательства центрального банка в динамику валютного курса.

В условиях отсутствия ограничений на трансграничное движение капитала, монетарная политика достаточно неустойчива и подвержена влиянию внешних шоков, вызываемых международным движением капитала. Поэтому нужны те или иные ограничительные меры, способные защитить финансовые рынки и банковский сектор от резкого оттока краткосрочного капитала (особенно спекулятивных потоков портфельных инвестиций, а также прочих инвестиций) в будущем. В международной практике все большую популярность приобретает политика введения отдельных ограничительных мер в качестве инструментов противодействия внешним шокам, вызываемым волатильными потоками капитала. В России, несмотря на проведенную валютную либерализацию, сохраняются отдельные элементы регулирования, в частности, норма резервирования по счетам нерезидентов. А в 2014 г. в ответ на резкое обесценение рубля, в котором не последнюю роль сыграли крупные игроки валютного рынка, было введено (хотя на законодательном уровне нигде не декларировалось) адресное требование сдачи валютной экспортной выручки в качестве меры по снижению давления на валютный рынок. Для повышения предложения иностранной валюты на рынке в отношении компаний с государственным участием была направлена директива о приведении к 1 марта 2015 г. величины чистых валютных активов к уровню не выше, чем на 1 октября 2014 г.<sup>10</sup>. Но такие меры являются недостаточными и относительно «грубыми» в части регулирования динамики краткосрочных потоков капитала.

Что касается перехода России к режиму инфляционного таргетирования, то тут также следует выделить возможные риски. Одним из недостатков является отсутствие должного внимания к колебаниям цен на финансовые активы<sup>11</sup>. В результате чего, значительный сектор финансовой системы оказывается незащищенным от возможных внешних шоков. Более того, при режиме таргетирования инфляции монетарные власти могут столкнуться с противоречием между задачами поддержания стабильности цен и финансовой стабильности. Поэтому для эффективного регулирования не затрагиваемых мерами денежно-кредитной политики секторов и обеспечения финансовой стабильности,

---

<sup>9</sup>Перспективы развития мировой экономики. Вашингтон, округ Колумбия: Международный валютный фонд. - 2013.- с. 121-142

<sup>10</sup> Обзор финансовой стабильности. М: Центральный Банк России. - IV квартал 2014 –I квартал 2015.

<sup>11</sup> Головин М.Ю. Создание финансового мегарегулятора и современные подходы к проведению денежно-кредитной политики// Журнал новой экономической ассоциации. - 2013. - № 3 (19) . - с.149-155

а также для расширения монетарного инструментария, необходимо продолжать активную работу по внедрению макропруденциального регулирования в России.

В рамках макропруденциального регулирования Банком России активно внедряются нормативы Базеля II, II.5 и III, что должно повысить устойчивость банковской системы к шокам трансграничного движения капитала. Такое направление развития представляется крайне важным, так как противодействие внешним шокам и спасение банковской системы исключительно мерами денежно-кредитной политики, может входить в противоречие с другими целями последней и оказаться неоптимальным. К сожалению, на данный момент, кроме нормативов Базеля II, II.5 и III, иные инструменты макропруденциального регулирования не применяются и не рассматриваются для введения. Хотя нужно отметить, что макропруденциальные меры представляют собой достаточно важные нововведения в макроэкономическом регулировании, позволяющие значительно снизить риски банковского сектора. Более того, меры макропруденциального регулирования можно использовать в качестве ограничительных мер для трансграничного движения краткосрочного спекулятивного капитала в банковской системе.

### **III. ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ ОПУБЛИКОВАНЫ СЛЕДУЮЩИЕ РАБОТЫ:**

#### В периодических изданиях, рекомендуемых ВАК:

- 1) Богатова И.Э. Влияние европейского долгового кризиса на валютный рынок России через трансграничное движение капитала// Проблемы прогнозирования.- 2014.- № 5.- с.93-100 (0,48 п.л.)
- 2) Богатова И.Э. Анализ состава и тенденций международных инвестиционных потоков в России за 2005 – 2013 гг.// Российский внешнеэкономический вестник.- 2014.- № 11.- с.109-124 (0,95 п.л.)
- 3) Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики России и трансграничных потоков капитала. // Вестник Института экономики Российской академии наук.- 2014.- № 5.- с.128-140 (0,7 п.л.)

#### В других изданиях:

- 1) Головнин М.Ю., Любский М.С., Богатова И.Э. Каналы влияния внешних факторов на монетарную сферу России. – М.: Институт экономики РАН.- 2012. – 43 с. (авторский вклад 0,73 п.л. из 2,2 п.л.)
- 2) Архипова В.В., Богатова И.Э., Комолов О.О., К.Б. Роуз, М.И. Столбов. Реформирование мировой финансовой системы: повестка дня для Большой двадцатки/ Под. ред. М.И. Столбова. – М.: Институт экономики РАН.- 2013. -50 с. (авторский вклад 0,46 п.л. из 2,3 п.л.)

- 3) Богатова И.Э., Киселева А.Ю., Комолов О.О. Основные проблемы развития и направления реформирования мировой валютно-финансовой системы/ Под науч. ред. д.э.н. М.Ю. Головнина – М: Институт экономики РАН.- 2013. – 72 с. (авторский вклад 1,2 п.л. из 3,6 п.л.)
- 4) Богатова И.Э. Трансграничные потоки капитала и денежно-кредитная сфера России в 2000-2011 гг.// Внешние факторы развития денежно-кредитной и валютной сфер экономики России/ Отв. редактор М.Ю. Головнин. М.: Институт экономики РАН.- М.: ИЭ РАН.- 2013.-с.106-124 (авторский вклад 1 п.л. из 9 п.л.)
- 5) Последствия европейского долгового кризиса для экономики России/ Под ред. д.э.н. М.Ю. Головнина. – М.: Институт экономики РАН. -2013. – 61 с. ( авторский вклад 0,3 из 2,5 п.л.)
- 6) В.В. Архипова, И.Э. Богатова, О.О. Комолов, С. Никитина, К.Б. Роуз, М.И. Столбов. Интеграция национальных систем финансового регулирования и надзора: международный опыт и выводы для России. - М.: Институт экономики РАН.- 2014.-54 с. (авторский вклад 0,4 п.л. из 2,2 п.л.)
- 7) Bogatova I.E. The influence of the European debt crisis on the Russian foreign exchange market through cross-border capital movement// Studies on Russian economic development. Vol.25. - No 5. - 2014. - pp. 495-499 (0,95 п.л.)