

# Денежно-кредитная политика России в условиях внешних шоков<sup>1</sup>

Михаил ГОЛОВНИН



Заместитель директора  
ФГБУН Институт экономики РАН  
доктор экономических наук

**Ключевые слова:**

внешние шоки, денежно-кредитная политика, валютный рынок, валютный курс, процентная ставка.

как Китай, Индия, Индонезия. По показателю трансграничного движения капитала<sup>2</sup> хорошо виден предкризисный всплеск в 2007 г. и последующее резкое сокращение соответствующих потоков, связанных с Россией, под воздействием мирового экономического и финансового кризиса. Тем не менее уже к 2011 г. трансграничные потоки капитала в России вышли на докризисный уровень.

Первым значительным внешним шоком для российской экономики в 2000-е гг. стал глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. Распространение кризиса шло

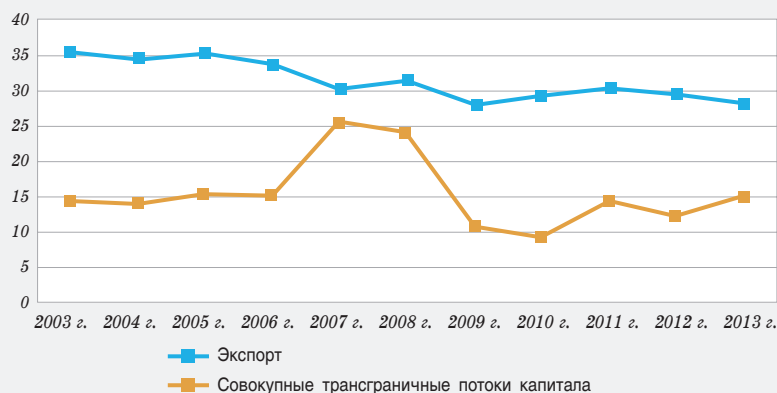
как по финансовому (через вывод из России портфельных инвестиций и резкое сокращение притока прочих инвестиций<sup>3</sup>), так и по торговому (главным образом через сокращение экспорта<sup>4</sup> в силу падения цены на нефть) каналам. В результате темпы падения реального ВВП в России в 2009 г. (7,8%) существенно превысили темпы спада в мировой экономике в целом (0,4%). Наиболее чувствительными к кризисным потрясениям оказались темпы прироста инвестиций в основной капитал и динамика производства в обрабатывающей промышленности.

## Степень открытости российской экономики и глобальный кризис

Российская экономика начиная с 2008 г. столкнулась с серией негативных внешних шоков, которые создали серьезные проблемы для экономической политики страны в целом и денежно-кредитной политики в частности.

Масштабы этих шоков и реакция на них были обусловлены достигнутым высоким уровнем открытости российской экономики (рисунки 1). Хотя по показателю отношения экспорта товаров и услуг к ВВП за 2006–2013 гг. открытость российской экономики несколько снизилась, она находится на уровне таких экономик,

## Степень открытости экономики России (% от ВВП по текущему валютному курсу)



Источники: World Economic Outlook Database (<http://data.worldbank.org/>); платежный баланс России (<http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>).

Рисунок 1

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и БРФФИ «Социально-экономические последствия мирового финансово-экономического кризиса и меры по их преодолению в экономике и денежно-кредитной системе России и Беларуси» № 13-22-01001 а(м).

<sup>2</sup> Показатель рассчитывается как сумма активов и пассивов (без учета знака) прямых, портфельных и прочих инвестиций, отражающихся в финансовом счете платежного баланса.

<sup>3</sup> В целом за 2008 г. обязательства по портфельным инвестициям составили отрицательную величину в 27,3 млрд. долл. США (против увеличения на 16 млрд. долл. в 2007 г.), а обязательства по прочим инвестициям сократились на 55% по сравнению с 2007 г.

<sup>4</sup> Падение величины экспорта началось в IV квартале 2009 г. В целом за 2009 г. по сравнению с 2008 г. объем экспорта сократился на 36%.

Модель денежно-кредитной политики, которая сложилась в предкризисный период, претерпела в результате воздействия мирового экономического и финансового кризиса существенные изменения. Фактически до середины 2008 г. Центральный банк Российской Федерации стремился сдерживать укрепление курса российского рубля в реальном выражении, регулируя номинальный курс по отношению к бивалютной корзине, на 55% состоящей из доллара США и на 45% – из евро. При этом регулирование показателей денежной массы осуществлялось в значительной степени с помощью мер бюджетно-налоговой политики (профицит бюджета, пополнение резервных фондов) [1, с. 10, 11]. В ответ на воздействие со стороны мирового экономического и финансового кризиса Банк России стал проводить двойственную политику, направленную, с одной стороны, на поддержание валютного курса российского рубля, а с другой – на предоставление дополнительной ликвидности банковской системе, испытывавшей серьезные проблемы [2, с. 30, 31]. В результате падение курса рубля удалось лишь несколько оттянуть (рисунк 2), но при этом добиться стабилизации банковской системы. Следует также отметить отработку и введение в действие в кризисной ситуации новых инструментов денежно-кредитной политики, направленных на предоставление ликвидности: кредиты под обеспечение нерыночными активами и кредиты без обеспечения [3, с. 71–73].

Однако общие последствия для экономической активности были негативными, в том числе в силу необходимости сохранения относительно высоких ставок процента (для поддержания валютного курса), а также сокращения денежной базы под воздействием валютных интервенций, направленных на продажу иностранной валюты.

### Выстраивание модели денежно-кредитной политики в посткризисный период

Период с конца 2009 г. был отмечен постепенным восстановлением экономической динамики в России и преодолением послед-

ствий глобального внешнего шока. Были постепенно отменены чрезвычайные инструменты денежно-кредитной политики, введенные во время кризиса. Политика валютного курса характеризовалась, с одной стороны, формализацией его режима (таргетирование валютного курса до кризиса проводилось неявно), а с другой – постепенным движением в сторону ослабления регулирования валютного курса. В результате были объявлены плавающие границы операционного интервала Банка России, но эти границы стали постепенно расширяться

(рисунк 3). При этом до октября 2010 г. действовали достаточно широкие фиксированные границы валютного коридора, установленные в январе 2009 г. (26 и 41 рубль за единицу бивалютной корзины). Отмена этих границ фактически означала отказ от режима фиксированного валютного курса в России. Кроме того, с начала 2011 г. снизились объемы проведения валютных интервенций Центральным банком, с середины 2012 г. опустившись до минимальных отметок (рисунк 4).

В этих условиях основным источником предоставления лик-

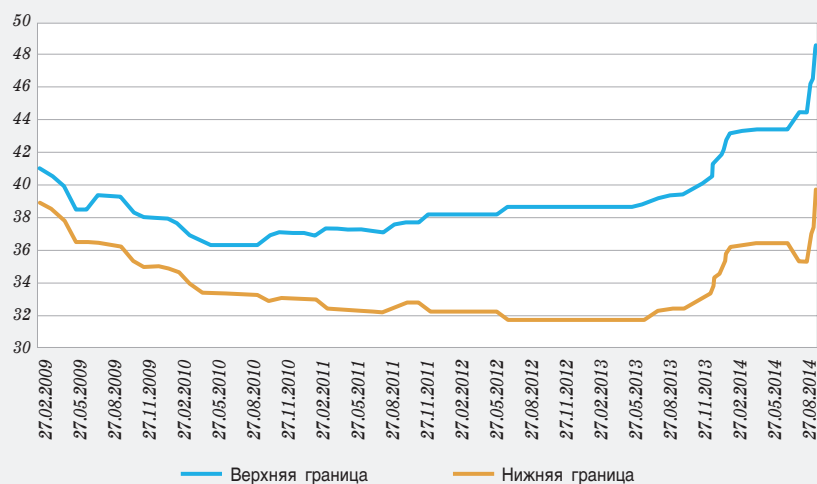
### Динамика курса рубля к бивалютной корзине в 2008–2014 гг. (руб. за единицу бивалютной корзины)



Источник: данные Московской биржи ([www.moex.ru](http://www.moex.ru)).

Рисунок 2

### Границы операционного плавающего интервала бивалютной корзины Банка России (руб.)



Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?prtid=sp\\_fxpm&pid=sp\\_fxpm\\_new&sid=ITM\\_58879](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtid=sp_fxpm&pid=sp_fxpm_new&sid=ITM_58879)).

Рисунок 3

видности становятся операции прямого репо (рисунк 5). Тем самым Центральный банк стремился усилить действие канала передачи сигналов денежно-кредитной политики, связанного с процентной ставкой. В конечном итоге для этой задачи была выстроена система процентных ставок Центрального банка, опирающаяся на ключевую ставку и формирующая их коридор [4, с. 11, 12], в пределах которого Банк России стремится удерживать ставку межбанковского рынка.

### Реакция на внешние шоки 2010–2013 гг.

Несмотря на преодоление основных последствий мирового экономического и финансового кризиса к концу 2009 г., на протяжении последующих лет экономика России и ее финансовая система столкнулись с серией внешних шоков меньшего масштаба, на которые Центральный банк реагировал мерами денежно-кредитной политики.

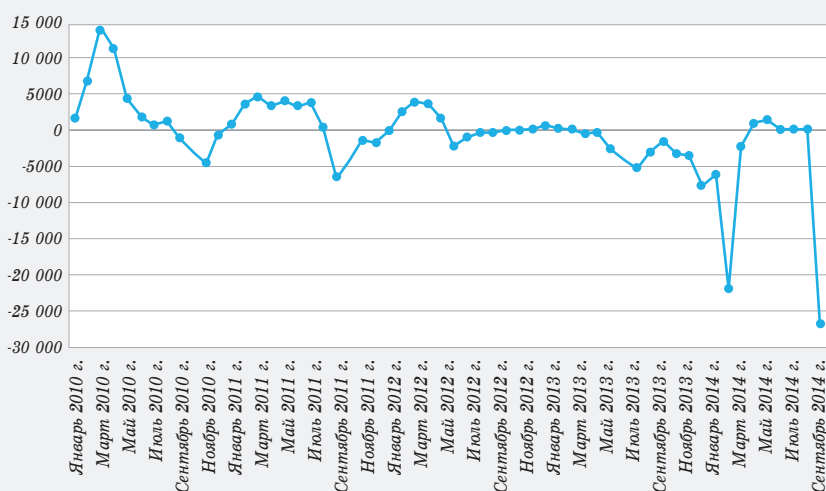
В первую очередь следует отметить начавшийся весной 2010 г.

европейский долговой кризис. Воздействие европейского кризиса на российский валютный рынок было неоднозначным: сначала рубль укреплялся относительно евро до середины 2010 г. (на пике проблем с греческим долгом), затем, во второй половине 2010 г., произошло некоторое ослабление рубля как к евро, так и к бивалютной корзине (рисунк 2). Во втором случае сказалось действие этого кризиса как внешнего шока для российской экономики, поскольку Европейский союз является крупнейшим внешне-экономическим партнером России. Однако в целом масштабного шока для российской экономики со стороны ЕС не произошло. Был затронут российский рынок акций, несколько снизился спрос (в физическом выражении) на российские энергоносители со стороны стран ЕС [5], темпы экономического роста в России стали постепенно замедляться в 2012–2013 гг., но это замедление было вызвано главным образом внутренними факторами.

Во время европейского долгового кризиса российская денежно-кредитная система осенью – зимой 2011 г. испытала еще один внешний шок, который начался с понижения 5 августа рейтинговым агентством Standard&Poors кредитного рейтинга США во время внутривалютных дискуссий о «потолке» государственного долга и усилился последующим падением котировок государственных ценных бумаг проблемных стран еврозоны [6, с. 58]. Россия ощутила этот шок сначала в виде резкого падения курса рубля по отношению к бивалютной корзине в августе – сентябре 2011 г. (рисунк 2). Центральный банк вмешался путем проведения активных интервенций на валютном рынке, достигших пика в сентябре 2011 г., а затем начал активное предоставление ликвидности коммерческим банкам по линии операций прямого репо, которые впервые были в значительном объеме задействованы в этот период после острой фазы глобального экономического и финансового кризиса (рисунк 5).

Традиционно основным внешним шоком для российской экономики считается изменение динамики цен на нефть на мировом

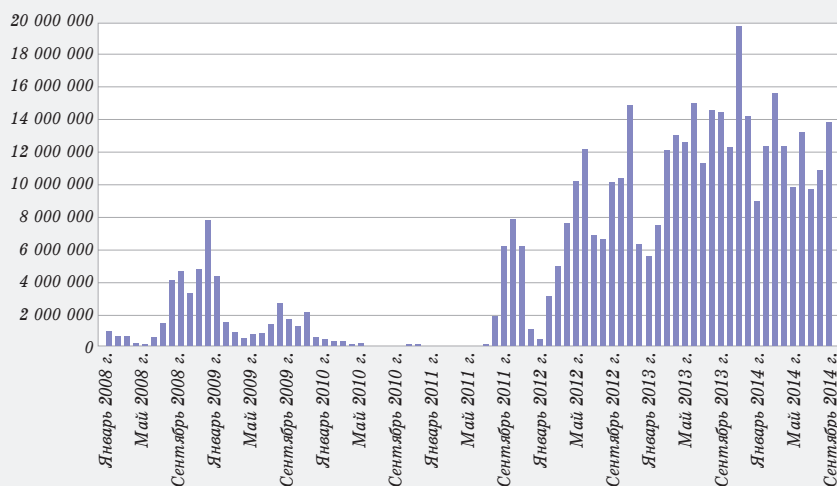
### Чистая покупка долларов США Банком России в 2010–2014 гг. (млн. долл. США)



Источники: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?prtId=valint&pid=idkp\\_br&sid=ITM\\_14007](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtId=valint&pid=idkp_br&sid=ITM_14007)).

Рисунок 4

### Операции прямого репо Банка России (млн. руб.)



Источники: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?PrtID=repo&pid=idkp\\_br&sid=ort\\_itog](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?PrtID=repo&pid=idkp_br&sid=ort_itog)).

Рисунок 5

рынке. Хотя в целом динамика цен на нефть не являлась источником существенных шоков для российской экономики (до начала 2011 г. наблюдался рост цен, затем цена стабилизировалась), можно выделить локальный период снижения цен на нефть с апреля по июнь 2012 г. (рисунк 6). В это время возникло давление на валютный курс рубля, однако Центральный банк не проводил масштабных интервенций в поддержку национальной валюты (более того, до июня 2012 г. он проводил чистые покупки иностранной валюты на валютном рынке), одновременно начав поддержку банковской системы ликвидностью через операции прямого репо (рисунк 5). Как нам представляется, в подобной ситуации Банк России воспринимал внешние шоки как некоторую помощь в его деятельности, от которой ожидалось противодействие укреплению курса рубля, но сам Центральный банк активных шагов в этом направлении не предпринимал. Поэтому он не препятствовал действию внешних факторов в соответствующем направлении. Проблема заключается в том, что в определенный момент тенденция к падению курса под действием внешних шоков может принять самоподдерживающийся характер. Подобный сценарий реализовался в России в 2014 г.

Ситуация в российской экономике существенно изменилась к середине 2013 г. Возник новый серьезный шок в глобальной экономике (ожидания участников рынка относительно постепенного сворачивания политики количественного смягчения в США), который привел к оттоку капитала из стран с формирующимися рынками. Вместе с тем проявились проблемы внутри российской экономики, связанные со снижением объема валовых инвестиций. За январь – июнь 2013 г. объем инвестиций в основной капитал снизился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 0,7%.

Реагируя на новый внешний шок, Центральный банк в июне 2013 г. возобновил проведение

валютных интервенций, действующих в одном направлении, – на поддержку валютного курса рубля (рисунк 4). С июня по декабрь 2013 г. чистые покупки долларов США в рамках валютных интервенций составили около 24 млрд. долл.<sup>5</sup> При этом он одновременно начал наращивать предоставление банкам ликвидности по линии операций прямого репо (рисунк 5) для сдерживания негативного воздействия валютных интервенций на динамику денежных агрегатов [7, с. 8]. Поддержка банковской системы была необходима, поскольку внутренние экономические проблемы создавали угрозы для финансовой стабильности.

#### Усиление воздействия внешних шоков

На рубеже 2013–2014 гг. вновь усилилось давление на валютные рынки стран с развивающимися экономиками, которое было связано с практическим началом сворачивания политики количественного смягчения в США (в декабре 2013 г. началось сокращение покупок государственных ценных бумаг Федеральной резервной системой).

Падение курсов валют стран с формирующимися рынками зимой 2013/2014 гг. не было

столь стремительным, как летом 2013 г., по всей видимости, в силу того, что инвесторы во время реакции на предыдущие новости уже учли будущие риски. Тем не менее валюты ряда стран существенно пострадали. В наибольшей степени среди достаточно больших по величине экономики стран с формирующимися рынками во время второй волны падения курсов валют обесценился аргентинский песо (в феврале 2014 г. по сравнению с ноябрем 2013 г. его номинальный эффективный курс упал на 22,3%). В числе существенно пострадавших валют также оказались российский рубль (номинальный эффективный курс которого за тот же период упал на 7,4%) и южноафриканский ранд (6,8%)<sup>6</sup>.

При этом Центральный банк устойчиво продолжал проведение мер, направленных на переход к свободно плавающему валютному курсу. В январе 2014 г. он снизил объем целевых интервенций до нуля, тем самым отказавшись от реакции на изменение фундаментальных факторов на валютном рынке [6, с. 60].

На этом фоне Россия стала испытывать дополнительные внешние шоки, накладывавшиеся один на другой. События марта 2014 г. в Крыму и на юго-востоке Украины и связанные с ними

### Цена на нефть марки Brent в 2010–2014 гг. (долл. США за баррель)



Источник: U.S. Energy Information Administration (<http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBTE&f=D>).

Рисунк 6

<sup>5</sup> Рассчитано на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?prtid=valint&pid=idkp\\_br&sid=ITM\\_14007](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtid=valint&pid=idkp_br&sid=ITM_14007)).

<sup>6</sup> Рассчитано на основе BIS effective exchange rate indices (<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>).

экономические санкции, которые ввели США, Европейский союз и ряд других развитых стран против России, вызвали значительный отток капитала из страны. Следует отметить, что начиная с острой фазы глобального экономического и финансового кризиса наблюдается устойчивый отток капитала из России. Тем не менее в 2014 г. явно имело место некоторое его ускорение, пик которого пришелся на первый квартал года (рисунок 7). Как следствие, создалось значительное давление на валютный курс. В этих условиях Центральный банк был вынужден прервать линию на переход к свободному курсообразованию и активно вмешаться в динамику валютного рынка. В результате объем чистой покупки долларов США Банком России в марте 2014 г. достиг максимума за посткризисный период (с января 2009 г.) на уровне 22,3 млрд. долл.

Дополнительным внешним шоком для российской экономики стала наметившаяся с середины 2014 г. тенденция к снижению цены на нефть на мировом рынке. В результате наложения серии внешних шоков: неопределенности в мировой экономике, неста-

бильности политической ситуации в Украине, и юго-восточных регионах в частности, действия экономических санкций против России, падающей цены на нефть и внутренних экономических проблем в России – к осени 2014 г. на валютном рынке сложилась ситуация, близкая к критической. Центральный банк официально заявил о твердом намерении перейти с 2015 г. к режиму инфляционного таргетирования и, как следствие, ввести свободно плавающий валютный курс рубля [8, с. 6, 7]. Неопределенность, порождаемая подобным изменением политики, в условиях высокого уровня внешней неопределенности привела к ажиотажному спросу на иностранную валюту со стороны различных групп экономических агентов, в том числе населения.

Результатом серии внешних шоков 2014 г. и реакции на них экономических агентов внутри страны стало снижение за январь – октябрь 2014 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года номинального валютного курса рубля к доллару США на 11,8%, номинального валютного курса к евро – на 13,5%, номинального эффективного ва-

лютного курса – на 9,1%<sup>7</sup>. При этом пик обесценения рубля пришелся на октябрь 2014 г., во время которого Центральный банк обновил посткризисный рекорд валютных интервенций по чистой покупке долларов США на рынке (27,2 млрд. долл.).

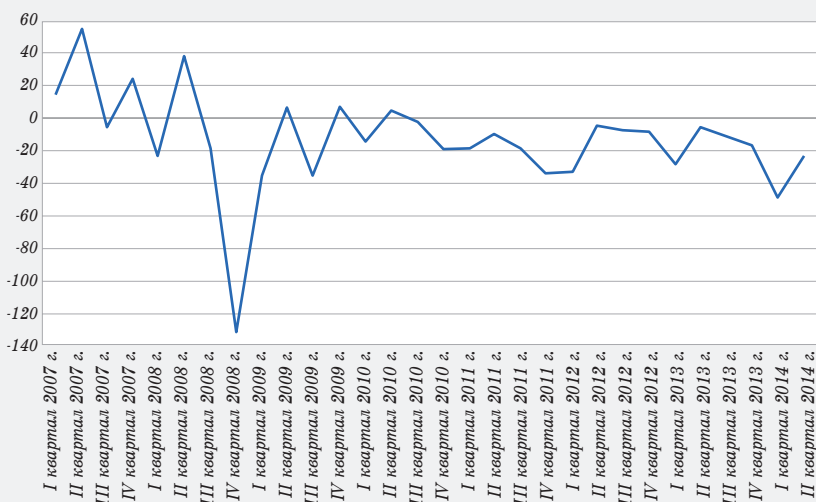
При этом общая линия Центрального банка, направленная на модификацию режима денежно-кредитной политики, остается неизменной и, на наш взгляд, требует особой оценки в изменившихся условиях.

### Модель денежно-кредитной политики на перспективу

Усилившееся воздействие внешних шоков на российскую экономику, особенно ярко проявившееся в 2014 г., ставит перед Центральным банком Российской Федерации задачу выработки модели проведения денежно-кредитной политики, наиболее эффективно реагирующей на подобные шоки. Позиция руководства Центрального банка опирается на теоретические подходы, доказывающие, что в современных условиях режим инфляционного таргетирования является оптимальной формой реакции на внешние шоки, поскольку позволяет абсорбировать их и проводить независимую денежно-кредитную политику в условиях плавающего валютного курса. При этом не рассматривается возможность того, что в текущей экономической ситуации плавающий валютный курс в условиях относительно высокого уровня долларизации российской экономики может стать дополнительным катализатором шоков, поскольку усиливает общую неопределенность в российской экономике.

Руководство Центрального банка исходит из того, что снижения темпа инфляции будет достаточно, чтобы экономические агенты (прежде всего, подразумевается население) перешли от значительных вложений средств в иностранную валюту (в безналичной и наличной формах) к сбережениям в национальной валюте [7, с. 12; 8, с. 3]. Однако, на наш взгляд, очевидно, что переход от сбережений в иностранной валюте

### Чистый вывоз капитала частным сектором (млрд. долл. США)



Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/capital\\_new.htm&pid=svs&sid=itm\\_18710](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/capital_new.htm&pid=svs&sid=itm_18710)).

Рисунок 7

<sup>7</sup> По данным Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind\\_14.htm&pid=svs&sid=analit](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_14.htm&pid=svs&sid=analit)).

к сбережениям в национальной валюте в условиях турбулентности может произойти лишь при стабилизации динамики валютного курса, которая в условиях свободного плавания рубля не может гарантироваться.

Следует оговориться, что Центральный банк оставляет за собой право проводить валютные интервенции в перспективе при возникновении существенного спекулятивного давления на валютный курс. Однако очевидно, что Центральный банк при смене режима будет реагировать на подобное давление лишь в исключительных случаях и, вероятнее всего, с запозданием. Использование еще одного возможного инструмента воздействия на валютный курс – изменение процентной ставки – сопряжено в современных условиях с потерями для экономики в целом и угрозой финансовой нестабильности (при существенном замедлении экономического роста).

Уже дважды за кризисный и посткризисный периоды (в конце 2008 г. – начале 2009 г. и осенью 2014 г.) денежно-кредитная политика России оказывалась в своеобразной «ловушке», когда, с одной стороны, осуществлялась поддержка валютного курса с помощью интервенций, а с другой – оказывалась помощь банковской системе для стабилизации ситуации с ликвидностью. В условиях

ожиданий дальнейшего падения валютного курса и свободного трансграничного движения капиталов подобная ситуация неизменно приводила к выводу из страны капиталов за счет средств поддержки, оказываемой банковской системе, и к усилению давления на валютный курс. Тем не менее частичным выходом из сложившейся ситуации могло бы стать введение валютных ограничений. При этом, на наш взгляд, их использование должно зависеть от сложившейся экономической ситуации. В качестве валютных ограничений «постоянного действия» целесообразно использовать налог на приток спекулятивного иностранного капитала (одну из форм «налога Тобина»), повышенные резервные требования по обязательствам в иностранной валюте. В критических ситуациях, подобных той, которая имела место в 2014 г. и в 2008–2009 гг., целесообразно вводить чрезвычайные валютные ограничения, например, направленные на жесткое регулирование открытой валютной позиции банков, лицензирование отдельных видов операций с капиталом и др. Опыт ряда стран с формирующимися рынками и даже отдельных развитых стран в кризисный и посткризисный периоды свидетельствует о допустимости и даже целесообразности

сти применения подобного инструментария.

В целом, как нам представляется, дилемма «инфляционное таргетирование – таргетирование валютного курса» как поиск ответа на вызовы, связанные с внешними шоками, выглядит в современных условиях устаревшей. Практика развитых стран свидетельствует о том, что в рамках несколько позабытой дискуссии «правила против свободы действий» в денежно-кредитной политике за последние годы в неявном виде приоритет все же отдавался свободе действий. В странах с формирующимися рынками, к числу которых относится Россия, свобода действий центрального банка может рассматриваться как потенциальная угроза стабильности монетарной сферы. В связи с этим, на наш взгляд, в России предпочтителен переход к денежно-кредитной политике, ориентирующейся на достаточно широкий круг показателей (включая темп инфляции, валютный курс, ставку процента, экономический рост) и не допускающей значительных дисбалансов в экономике, которые могут возникнуть при чрезмерном акценте Центрального банка на достижении лишь одной цели.

\* \* \*

*Материал поступил 28.11.2014.*

#### Источники:

1. Некипелов, А.Д. Риски денежно-кредитной политики и современные финансовые кризисы / Денежно-кредитная политика России и Украины в условиях мировых финансовых потрясений; под ред. А.Д. Некипелова, М.Ю. Головнина. – СПб.: Алетейя, 2011.
2. Головнин, М.Ю. Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации. – М.: Институт экономики РАН, 2012. – С. 30, 31.
3. Годовой отчет 2008 [Электронный ресурс]. – М.: Банк России, 2009. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/publ/God/ar\\_2008.pdf](http://www.cbr.ru/publ/God/ar_2008.pdf). – Дата доступа: 24.11.2014.
4. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов [Электронный ресурс]: одобрено Советом директоров Банка России 08.11.2013. – М.: Центральный банк Российской Федерации, 2013. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/today/publications\\_reports/on\\_2014%282015-2016%29.pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2014%282015-2016%29.pdf). – Дата доступа: 24.11.2014.
5. Последствия европейского долгового кризиса для экономики России; под ред. д.э.н. М.Ю. Головнина. – М.: Институт экономики РАН, 2013.
6. Киюцевская, А. Плавающий курс российского рубля: миф или реальность? // Вопросы экономики. – 2014. – № 2.
7. Юдаева, К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. – 2014. – № 9.
8. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов [Электронный ресурс]: одобрено Советом директоров Банка России 06.11.2014. – М.: Центральный банк Российской Федерации, 2014. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/today/publications\\_reports/on\\_2015%282016-2017%29.pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2015%282016-2017%29.pdf). – Дата доступа: 24.11.2014.