

Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова  
Факультет: Московская школа экономики

На правах рукописи

Богатова Ирина Эдуардовна

«ВЛИЯНИЕ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА НА  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ РФ»

Специальность 08.00.14 – «Мировая экономика»

Диссертация на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель –  
д.э.н. Головнин М.Ю.

Москва

## Оглавление

Введение.....	3
Глава 1 Трансграничное движение капитала: формы и тенденции.....	9
1.1. Глобализация экономики и международное движение капитала.....	9
1.2. Методологические аспекты международного движения капитала.....	18
1.3. Влияние трансграничных потоков капитала на денежно-кредитную политику стран.....	22
Глава 2. Структура трансграничного движения капитала в России и его влияние на финансовые рынки. ....	34
2.1. Анализ трансграничного движения капитала в России.....	34
2.2. Влияние трансграничного движения капитала на финансовые рынки России.....	49
Глава 3 Анализ взаимосвязи денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала.....	81
3.1. Особенности денежно-кредитной политики на современном этапе.....	81
3.2. Денежно-кредитная политика стран при внешних шоках со стороны нестабильных трансграничных потоков капитала.....	84
3.3. Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации.....	93
Заключение.....	111
Библиография.....	123
Приложение 1.....	129
Приложение 2.....	131

## Введение

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 противостоять 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., Азариadis 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 « трилеммы».

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.

# Глава 1 Трансграничное движение капитала: формы и тенденции

## 1.1. Глобализация экономики и международное движение капитала

Финансовая глобализация определяется как процесс сближения и взаимопроникновения финансовых рынков всех стран в мире<sup>1</sup>, характеризующийся ростом международных финансовых потоков<sup>2</sup> и увеличением доли взаимного владения финансовыми активами. Основными формами международного движения капитала являются прямые и портфельные инвестиции, а также кредитные/ссудные операции.

Взаимосвязь мировых рынков капитала в условиях интернационализации хозяйственной деятельности, усиления роли транснациональных корпораций (ТНК), географического расширения процессов региональной интеграции, привела к сближению национальных экономик в финансовой сфере. С 1970-х годов, как в развитых, так и в развивающихся странах начались процессы либерализации финансовой деятельности, продолжением которых стала либерализация международного движения капитала. Нефтяные шоки в 1970-х годах позволили нефтеэкспортирующим странам сформировать значительные финансовые ресурсы, которые были направлены в крупные финансовые центры (Великобритания, США), а затем и в развитые страны, доступ к финансовым рынкам которых способствовал расширению канала международного кредитования развивающихся стран и стран с формирующимися рынками.<sup>3</sup>

Развитие технологий привело к снижению транзакционных издержек на финансовых рынках, а также ускорило процесс обмена информацией, что позволило инвесторам отслеживать одновременно несколько финансовых рынков, находящихся в разных уголках земного шара, что, помимо прочего, привело к росту спекулятивных сделок<sup>4</sup>.

В 1970-х годах, из-за высокой инфляции и проводимой Федеральной резервной системой политики по установлению верхней границы процентных ставок по депозитам,

---

<sup>1</sup> Arestis Ph., Basu S., Mallick S. Financial globalization: the need for a single currency and a global central bank// Journal of Post Keynesian Economics. - 2005.- vol.27.- № 3.- p.507-531

<sup>2</sup> Коуз М.Э., Прасад И., Рогофф К. и В. Шан-Цзинь. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями//Финансы и развитие. -2007.-№1. – с.9-13

<sup>3</sup> Шерстнев М.А. Международное движение капитала в странах с переходной экономикой: основные тенденции и проблемы// Деньги и кредит. -2012.- № 10. - с.59-64

<sup>4</sup> Schmitt-Grohe S., Uribe M. International Macroeconomics // Mimeo, Spring 2011 (draft). –p.91

резко возрос спрос на долларовые депозиты за пределами США (в частности, в Лондоне), что вызвало увеличение трансграничных потоков капитала между финансовыми рынками. В 1979 г. был дерегулирован финансовый рынок в Великобритании, а в 1980 г. - и в США.

Важную роль в этом процессе либерализации мировых потоков капитала сыграла валютно-финансовая интеграция в ЕС. Европа прошла путь экономической и монетарной унификации, одним из важных этапов на пути к которой стало подписание Единого Европейского Акта в 1986 г., предусматривающего обеспечение свободного движения капитала между странами-участницами к 31 декабря 1991 г.

Свои границы для свободного движения потоков капитала стали открывать развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками. Можно сказать, что процесс глобализации финансовых рынков распространился на эти страны в 1980 - начале 1990-х гг. (Латинская Америка, ЦВЕ, Юго-Восточная Азия, страны СНГ, Россия и др.). Это подтверждается и статистически. Начиная с 1990-х годов, в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками возрастает объем частных трансграничных финансовых потоков, в том числе объем прямых инвестиций, увеличиваются частота и амплитуда колебаний портфельных и прочих инвестиций. Пик увеличения совокупных потоков капитала пришелся на 2006-2007 гг. Суммарные объемы всех основных типов потоков капитала<sup>5</sup> на чистой основе с 1990 по 2007 гг. выросли в 20 раз. Аналогичные изменения произошли и с резервными активами. Так, совокупные резервные активы с 1990 по 2006 гг. увеличились в 40 раз.<sup>6</sup> Наибольший вес в совокупном объеме трансграничных потоков капитала имели прямые инвестиции и резервные активы. Статистически, по объемам потоков капитала очень четко виден период нагрева мировой экономики и ее последующий спад.

Процессы финансовой глобализации отразились и на мировом валютном рынке. Согласно данным Банка международных расчетов<sup>7</sup> оборот мирового валютного рынка, за исключением спада в 2001 году, неуклонно растет. Наибольшие темпы роста были в 2004 – 2007 гг., когда они составили в 2004 г. по сравнению с 2001 г. 56%, а в 2007 г. – 72%. Темпы роста упали в 2010 г., что было связано с кризисными явлениями 2008-2009 гг, обусловленными снижением уровня международной ликвидности и соответственно снижением активности на международном валютном рынке. В 2013 г. наблюдался рост

---

<sup>5</sup> Сумма прямых инвестиций, портфельных инвестиций, прочие частные и государственные (официальные) потоки, изменения в резервах (все данные на чистой основе, все взяты по модулю). Источник данных МВФ ([www.imf.org](http://www.imf.org))

<sup>6</sup> Расчеты по данным МВФ ([www.imf.org](http://www.imf.org))

<sup>7</sup> Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results// Bank for international settlements. - 2013

на 35% по сравнению с 2010 г. При этом стоит отметить, что 2013 г. является пиковым по значению за весь рассматриваемый период.

В современном мире валюты находятся в непосредственном взаимодействии друг с другом. Механизм взаимодействия любой пары валют отражается в их валютном курсе. Валютный курс подвержен действию многих факторов, как экономических, так и политических. И в последнее время, в связи усилением процессов глобализации и увеличивающейся свободой движения капитала, его трансграничные потоки оказывают большое влияние на динамику курсов основных валют.

Теоретический анализ поведения валютного курса в зависимости от различных факторов опирается на различные классы моделей: теоретические модели паритета покупательной способности, теории эффективных рынков и теории паритета процентных ставок.<sup>8</sup> Но для данного исследования нас больше интересует класс монетарных моделей, которые представлены структурными моделями и моделями, основанными на построении временных рядов: модели случайного блуждания и векторные модели авторегрессии. Основными представителями класса структурных моделей в 1980-х годах были модель с гибкими ценами Френкеля<sup>9</sup>-Билсона<sup>10</sup>, модель с жесткими ценами Дорнбуша<sup>11</sup>-Франкеля<sup>12</sup> и модель с жесткими ценами с введением эффекта торгового баланса Хупера-Мортон<sup>13</sup>. В качестве основных факторов, использующихся в построении моделей и описывающих динамику валютного курса национальной валюты к доллару США в перечисленных моделях выступали денежное предложение в США и стране национальной валюты, логарифм отношения реального дохода в США и стране валюты, разница краткосрочных процентных ставок в странах и разница долгосрочных ожидаемых темпов инфляции, а также накопленные значения торгового баланса США и страны национальной валюты<sup>14</sup>. Последующая модификация модели Балашши-Самуэльсона предполагает введение в качестве влияющего на валютный курс фактора разницы цен неторгуемых товаров в двух странах.

---

<sup>8</sup> Четвериков С., Карасев Г. Структурные модели обменных курсов рубля. М.:- Институт экономики переходного периода. Научные труды № 88Р. - 2005.

<sup>9</sup> Frenkel J. A. A monetary approach to the exchange rate: doctrinal aspects and empirical evidence// Scandinavian journal of economics.- 1976.- № 78.- p. 200-224

<sup>10</sup> Bilson J. F Rational expectations and the exchange rate, in: Frenkel and H. Johnson, eds. The economic of exchange rates. Addison-Wesley Press, Reading. 1978.

<sup>11</sup> Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics// Journal of political economy.- 1976.- № 84.- p.1161-1176

<sup>12</sup> Frankel J. A. On the mark: a theory of floating exchange rates based on real interest differentials// American economic review.- 1979.- № 69.- p. 610-622

<sup>13</sup> Hooper P. and Morton J. E. Fluctuations in the dollar: a model of nominal and real exchange rate determination// Journal of international money and finance.- 1982.- № 1.- p.39-56

<sup>14</sup> Meese Richard A. and Rogoff K. Empirical exchange rate models of the seventies. Do they fit out of sample?// Journal of International economics.- 1983.- № 14.- p. 3-24.

Но в моделях того времени не предполагалось учитывать влияние международного движения капитала, да и внешний сектор моделировался лишь с помощью торгового баланса и то не во всех моделях. В монетарных моделях предполагается, что движение капитала между странами свободное, и влияние потоков капитала на валютный курс оказывается лишь за счет процентной ставки. Если предположить, что движение капитала в реальном мире обуславливается не только дифференциалом процентных ставок, то становится обоснованным введение в анализ также отдельно показателя движения капитала.

Еще одна модель - это поведенческая модель валютного курса (BEER), которая была описана в работах Р. Макдоналда и И. Марша<sup>15</sup>, а также С. Четверикова и Г. Карасева<sup>16</sup>. Согласно этой модели, определяющими факторами динамики валютного курса являются отношение уровня цен, разница процентных ставок, страновая премия за риск, которая определяется как отношение государственного долга к ВВП, относительная цена неторгуемых товаров и условия торговли, а также чистые иностранные активы.

В дальнейшем в нашем исследовании (см. параграф 2.2.) мы применим вышеописанную теорию в построении модели поведения валютного курса рубля к доллару и оценим, насколько сильно трансграничные потоки капитала (в разбивке по типам инвестиций) влияют на поведение курса, особенно в периоды влияния на него внешних шоков, связанных с трансграничным движением капитала.

Для выявления связи между динамикой валютного курса и объясняющих факторов можно использовать простой эконометрический анализ в виде построения регрессионного уравнения вида<sup>17</sup>:  $\text{валютный курс}_t = \alpha_0 + \alpha_1 L_{t-n} + \varepsilon_t$ , где L – вектор переменных, которые значимы в определении валютного курса. При этом переменные взяты с некоторым статистически значимым лагом.

От описания общих тенденций перейдем к непосредственному рассмотрению отдельных факторов, вызывающих движение капитала между странами.

На движение капитала между странами влияет, прежде всего, разница в процентных ставках. В условиях открытых границ, капитал пойдет в ту страну, где процентная ставка (предельная норма отдачи на капитал) выше. Таким образом, страна с избытком капитала и за счет этого с низкой процентной ставкой станет страной - экспортером капитала, в то время как страна с дефицитом капитала выступит в роли

---

<sup>15</sup> MacDonald R., Marsh I. Exchange rate modeling. Cluwer academic Publisher. - 1999

<sup>16</sup> Четвериков С., Карасев Г. Структурные модели обменных курсов рубля. М:- Институт экономики переходного периода. Научные труды № 88Р.- 2005.

<sup>17</sup> Киреев А.П. Прикладная макроэкономика// М.: Международные отношения.- 2006.

страны - реципиента, обеспечивая кредиторов из страны-экспортера капитала более высокой предельной отдачей от вложения капитала. В теории движение капитала будет происходить до тех пор, пока не установится равновесие процентных ставок.

Но на практике процентные ставки не устанавливаются на одинаковом уровне, так как на процесс движения капитала, помимо разницы этих ставок, воздействуют также и другие факторы.

Тезис о стремлении к выравниванию процентных ставок подвергается авторами сомнению также в связи с наличием риска. Рыночная отдача на вложенные инвестиции в финансовом секторе определяется исходя из базовой модели оценки активов (CAPM - capital asset pricing model). Согласно этой модели процентная ставка складывается из уровня безрисковой процентной ставки (ставка по государственным облигациям) и специфического рыночного риска (рыночная премия за риск), который зависит от состояния экономики и рынка. Важным фактором, который также определяет значение процентной ставки, является показатель странового риска (страновая премия за риск). В развивающихся странах данный показатель выше, чем в развитых странах, что обеспечивает большую доходность от вложений. Страновая премия за риск является важным показателем, так как именно она определяет различия в процентных ставках между развитыми и развивающимися странами, даже в условиях свободного движения капитала, который должен уравнивать ставки в этих странах<sup>18</sup>.

Достижение равновесия и сравнение разницы в процентных ставках между странами усложняются также в связи с тем, что движение капитала связано с инвестированием в активы, номинированные в разных валютах. Поэтому, даже если предположить полную мобильность капитала, отсутствие контроля за его движением и налогового бремени на доход от капитала, разница в процентных ставках будет сохраняться, и не будет устанавливаться равновесие в силу наличия ожиданий относительно изменений валютных курсов или различных ожиданий компенсации за валютный риск. Это означает, что когда мы говорим о разнице процентных ставок, влияющих на движение капитала, стоит принимать во внимание такой важный фактор, как изменения и различия в величине валютных курсов (непокрытый и покрытый процентные паритеты)<sup>19</sup>.

В условиях совершенной мобильности капитала паритет должен выполняться, т.е. процентные ставки в странах становятся равными с учетом дисконта, связанного с изменениями курса. В противном же случае, происходит нарушение паритета, у

<sup>18</sup> Naumoski A. Estimating the risk premium in emerging markets: the case of the Republic of Macedonia// Financial theory and practice. 2012.- № 36(4). -p.418

<sup>19</sup> Obstfeld M. Capital mobility in the world economy: theory and measurement// NBER working paper series. Working paper. 1985.- № 1962

экономических агентов появляется возможность арбитража, и соответственно трансграничные потоки капитала будут двигаться туда, где появляется возможность получения дополнительной прибыли. Одной из причин появления неравенства является описанная выше проблема специфического странового риска. Немаловажным для понимания процессов трансграничного движения капитала является форвардный дифференциал<sup>20</sup>. Чем его значение выше, тем менее привлекательным становится инвестирование в иностранную экономику. Если валютный риск становится выше отдачи на капитал, страна перестает быть привлекательной для инвестирования, несмотря на разницу в процентных ставках. Поэтому режим валютного курса и его стабильность являются важным аспектом в привлечении иностранных инвестиций.

Паритеты могут считаться мерой финансовой интеграции и свободы трансграничного движения капитала. Согласно теории, в условиях интеграции и снижения барьеров на пути трансграничного движения капитала, покрытый паритет должен был выполняться. Многие авторы пытались проверить данную гипотезу, и, как оказалось, согласно их исследованиям, она не выполняется в условиях свободного плавания курса валют. Эмпирические тесты не подтвердили гипотезу, что может быть предсказан будущий спотовый курс, и что модель непокрытого процентного паритета, учитывающая премию за риск, в данном случае состоятельна<sup>21</sup>, не получила данная гипотеза и эмпирического подтверждения также и в условиях свободного международного движения капитала<sup>22</sup>.

Но возникает вопрос, действительно ли работы подтверждали отсутствие значительной интеграции финансовых рынков, или же просто не учитывались спекулятивные игры инвесторов, влияющие на значение будущего спотового курса.

Впоследствии многие авторы стали учитывать в модели влияние ожиданий агентов в отношении стабильности/ надежности валюты. Но однозначного вывода о степени интегрированности финансовых рынков на основании паритета получено не было<sup>23</sup>.

---

<sup>20</sup> Форвардный дифференциал – разница в процентах между текущим курсом валюты (спотовый курс) и определяемым через какой-то период будущим курсом валюты (форвардный курс).

<sup>21</sup> Hodrick R.J., Srivastava S. An investigation of risk and return in forward foreignexchange// Journal of international money and finance. – 1986. - № 5.- с.5-21

<sup>22</sup> Hodrick R.J. U.S. international capital flows: perspective from rational maximizing models// Cornegie-Rochester conference series on public policy. – 1989. – № 30. – с.231-288; Engel C. The forward discount anomaly and the risk premium: a survey of recent evidence//NBER working paper.-1995.- № 5312

<sup>23</sup> Chinn M.D., Meredith G. Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the Post-Bretton Woods Era// NBER Working Paper Series.- 2005.- No. 11077; Koher D. Betting against uncovered interest rate parity// University of St. Gallen. Dissertation to obtain the title of Doctor Oeconomiae. – 2008. URL:[http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3513/\\$FILE/dis3513.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3513/$FILE/dis3513.pdf) ; Lothian J.R., and Wu L. Uncovered Interest-Rate Parity over the Past Two Centuries// SSRN Working Paper Series.-2010; Atanu G., Li D. and Morley B. Uncovered Interest Parity and the Risk Premium//Bath Economics Research Papers. -2011; S. Aggarwal. The Uncovered Interest Rate Parity Puzzle in the Foreign Exchange Market// New York University. -

Что касается покрытого паритета процентных ставок, то при помощи различных эконометрических методов оценки в основном временных рядов краткосрочных процентных ставок (но значительное внимание уделяется так же долгосрочным процентным ставкам), таких как построение регрессионных уравнений внутренней и зарубежной процентных ставок, оценка стационарности дифференциала реальных процентных ставок, коинтеграционного анализа процентных ставок и инфляции, авторы исследований выявили значительную интеграцию между странами, но разошлись во мнении, являлось ли это следствием выполнения покрытого процентного паритета или же действовали иные факторы<sup>24</sup>. С развитием глобализации все большее число авторов находили в своих работах подтверждение действия покрытого процентного паритета<sup>25</sup>.

Российскими авторами также исследовалось выполнение покрытого и непокрытого процентного паритета в российских условиях. Было эмпирически доказано невыполнение непокрытого процентного паритета в России, что объяснялось меньшей предсказуемостью валютного курса в условиях таргетирования бивалютной корзины по сравнению с таргетированием курса доллара США. В России лучшим индикатором является покрытый процентный паритет, использующий в расчетах форвардные контракты на обратный обмен средств в первоначальную валюту. Авторами было показано, что мера отклонения от покрытого процентного паритета является достаточно четким индикатором, выявляющим степень либерализации потоков капитала и интеграции в мировой рынок капитала<sup>26</sup>.

Несмотря на противоречивость результатов исследований в области использования процентного паритета как меры интегрированности экономик отдельных стран и уровня свободы движения капитала, все-таки можно подтвердить тезис, что разница в процентных ставках с учетом валютного курса и инфляции, является одним из основных факторов движения капитала.

---

2013. (draft). URL: [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2013/Aggarwal\\_ParityPuzzle\\_May2013.pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2013/Aggarwal_ParityPuzzle_May2013.pdf)

<sup>24</sup> Cumby R.E., Mishkin F. The international linkage of real interest rates: the European –US connection// Journal of international money and finance.-1999.- vol. 5- p. 5-23; Goodwin B.K., Greenes T.J. Real interest rates equalization and the integration of international financial markets// Journal of international money and finance. – 1994.- vol. 13.- p.107-124; Chinn M., Frankel J. Who drives real interest rates around pacific rim: the USA of Japan?// Journal of international money and finance. – 1995.-vol.14/- № 6.- p.801-821; Jorion P. Does real interest parity hold longer maturities?// Journal of international economics. – 1996.-vol.40.-p.105-126; Breedon , Henry B., Williams G. Long –term real interest rates: evidence on the global capital market// Oxford review of economic policy.- 1999.-№2.- p.128-142

<sup>25</sup> Obstfeld M., Taylor A.M. Globalization and capital markets// NBER Working paper.-2002.- № 8846; Goldberg L.Lothian J.K. and Okunev J. Has international financial integration increased?// Open economics review.-2003.- № 14.-p.229-317; Ferreira A.L. and Leon-Ledesma M.A. Does the real interest parity hypothesis hold? Evidence for developed and emerging markets// Journal of international money and finance. - 2002.-vol. 26.-p.364-382

<sup>26</sup> Гурвич Е.Т., Соколов В.Н., Улюкаев А.В. Анализ связи между курсовой политикой ЦБ и процентными ставками: непокрытый и покрытый паритет// Журнал новой экономической ассоциации.- 2009 .-№1- с.104-126.

На движение капитала влияют также такие факторы, как соотношение дефицита и профицита основных счетов платежного баланса. С теоретической точки зрения отрицательное значение сальдо счета текущих операций говорит о превышении инвестиций над внутренними сбережениями, что приводит к финансированию экономики за счет остального мира, в то время как обратная ситуация (превышение внутренних сбережений над инвестициями) предполагает, что страна сама оказывается инвестором для остального мира. Таким образом, государство может, изменяя пропорции внутренних сбережений и инвестиций, воздействовать на масштабы трансграничного движения капитала.

Помимо описанных нами причин, на движение капитала оказывает сильное воздействие инвестиционный климат. Это понятие достаточно емкое и включает в себя набор как политических, экономических, так и социальных факторов, обуславливающих привлекательность страны для инвестирования и уровень специфического странового риска. Иностранному инвестору, оценивая ситуацию в стране, делает вывод о целесообразности вложения в нее средств.

Инвестиционный климат является важной составляющей, влияющей на спрос на инвестиции в экономике, а также условием для трансформации сбережений в инвестиции и существенным фактором, воздействующим на трансграничное движение капитала. При неблагоприятных условиях сбережения не в полной мере трансформируются в инвестиции, что в свою очередь способствует излишнему их накоплению. Излишние накопления могут быть использованы либо для финансирования дефицита государственного бюджета, либо вывезены за границу как инвестиции в иностранные активы. Хотя этот тезис не является таким простым, как может показаться на первый взгляд. Объем сбережений населения может существенно зависеть от проводимой в стране инвестиционной политики. В стране активным инвестором могут выступать не частные лица, а государство, осуществляющее масштабные инвестиционные проекты посредством привлечения внутренних и внешних средств. Поэтому сбережения населения могут не накапливаться, а полностью поглощаться государством, а дефицит внутренних средств для удовлетворения инвестиционных нужд может покрываться за счет привлеченного иностранного капитала. Например, для экспортеров сырья важно изменение цен на энергоносители. Снижение цен отражается в сокращении поступлений по счету текущих операций, что сказывается на реальных доходах населения и на объеме сбережений, при этом бюджетный дефицит растет, наряду с государственным долгом. Вывоз капитала частным сектором сменяется чистым ввозом капитала не за счет изменения инвестиционной привлекательности, а за счет компенсации потерь в

конечном потреблении, т.е. приток идет не за счет увеличения обязательств, а за счет сокращения иностранных активов резидентов.<sup>27</sup>

Если страна является чистым экспортером, то положительное сальдо счета текущих операций уравнивается оттоком капитала из страны по линии финансового счета и изменения официальных резервов<sup>28</sup>. Государство может осуществлять ряд мер, направленных на корректировку статей платежного баланса, в частности, финансового счета и резервных активов, для балансировки экономики. К подобным мерам можно отнести влияние на валютный курс, если он плавающий, путем понижения или повышения процентной ставки, что соответственно сокращает или увеличивает приток капитала.

Итак, мы рассмотрели основные причины трансграничного движения капитала. Но являются ли результаты такого движения положительными или отрицательными как для стран – доноров капитала, так и для реципиентов? Рассмотрим теперь основные плюсы и минусы трансграничного движения капитала.

Неолиберальная теория утверждает, что трансграничные потоки капитала имеют положительное влияние на экономический рост.

Либерализация международных потоков капитала позволяет наиболее эффективно распределять финансовые ресурсы между странами. Финансовая открытость стран обеспечивает более эффективное распределение капитала, в том смысле, что в условиях открытой для внешнего мира страны у экономических агентов есть доступ к внешним займам, что нивелирует дисбалансы спроса и предложения капитала на внутреннем рынке. Развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками получают больший доступ на международный рынок ссудного капитала для привлечения дополнительного капитала в те сферы экономики, которые в этом нуждаются. Чем большее число стран открывают свои границы для международного движения капитала, тем более диверсифицированными становятся кредитные линии и источники финансирования дефицита заемных средств и их география.<sup>29</sup>

Либерализация движения капитала имеет и негативные эффекты. Финансовая открытость делает страну более уязвимой к внешним шокам<sup>30</sup>. В качестве примера можно привести процесс «заражения», когда экономические проблемы в одной стране вызывают нарушения экономической стабильности в другой. Наиболее ощутимо эта

---

<sup>27</sup> Тулин Д.В. Трансграничное движение капиталов, инвестиционный климат и возможности увеличения инвестиций в российскую экономику// Деньги и кредит. -2011.- № 6. –с.3-13

<sup>28</sup> Киреев А.П. Прикладная макроэкономика// М.: Международные отношения.- 2006.- с.236-239

<sup>29</sup> Шерстнев М.А. Международное движение капитала в странах с переходной экономикой: основные тенденции и проблемы// Деньги и кредит. -2012.- № 10. -с.61

<sup>30</sup> Ocampo J.A. and Stiglitz J.E. Capital market liberalization and development//New York: Oxford University Press.- 2008. – с.77

проблема проявилась во время глобального финансового кризиса 2007-2008 гг., в частности, для некоторых стран внешнее кредитование банковского сектора стало одним из основных каналов «переноса» кризиса между развитыми странами и из развитых стран в развивающиеся. Увеличивающаяся интеграция финансовых рынков в условиях глобализации сопровождается усилением внешнего влияния на национальные экономики. При этом и гибкий валютный курс, и краткосрочные процентные ставки, устанавливаемые центральными банками в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками, стали более чувствительными к внешнему воздействию, чем раньше. Это относится и к долгосрочным процентным ставкам.

Чем сильнее открыт финансовый рынок, тем большее влияние может быть оказано на финансовую стабильность страны. На чувствительность финансовой стабильности страны к внешним факторам также влияют показатели соотношения ее требований и обязательств по отношению к загранице, нестабильность капитальных потоков и связанные с этим риски, приток иностранного капитала, приводящий к завышению цен национальных активов<sup>31</sup>. Волатильные и чрезмерные капитальные потоки могут дестабилизировать валютный курс, а также могут воздействовать на динамику монетарных показателей и на колебания цен активов.

## **1.2. Методологические аспекты международного движения капитала**

Функционально трансграничные потоки капитала делятся на прямые инвестиции, портфельные инвестиции и прочие. Осуществляя прямые инвестиции, резидент страны получает возможность значительного влияния в управлении предприятием – резидентом другой страны. Можно выделить три формы прямых инвестиций: трансграничное слияние и поглощение (операции, направленные на объединение нескольких компаний под одним юридическим лицом, для достижения финансовых целей), создание дочернего предприятия с нуля (Greenfield investment) одним или несколькими резидентами, увеличение капитала предприятия. Разделение прямых инвестиций по данным видам не общепринято. Статистически можно идентифицировать каждую форму прямого инвестирования по доле владения ценными бумагами в капитале. Так, если говорить об инвестировании с нуля, то статистически это будет отображено как владение около

---

<sup>31</sup> Guinigundo Diwa C. External factors and Philippine monetary policy//BIS papers. The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations. - 2011.- № 57 -с.275-285

100% инвестиционного капитала на срок около 4-5 лет<sup>32</sup>, после чего такая форма инвестирования может считаться прямым инвестированием в дочернее предприятие.

Трансграничные портфельные инвестиции - это приобретение долговых или долевых ценных бумаг, которые не включаются в прямые инвестиции или резервные активы<sup>33</sup>. Все операции, которые не относятся к прямым и портфельным инвестициям, к финансовым деривативам и официальным резервам, являются прочими инвестициями.

Операции с потоками капитала отображаются в платежных балансах стран в статьях финансового счета « прямые инвестиции», « портфельные инвестиции», « финансовые деривативы», «прочие инвестиции», « резервные активы», « ошибки и пропуски». Прямые инвестиции - это капиталовложения в предприятия (либо в дочерние компании, ассоциированные компании, отделения), дающее право управления (через покупку 10 % и более акционерного капитала). В статье «прямые инвестиции» отражаются также доходы от участия в капитале и инвестиционных фондах (в виде дивидендов и распределенной прибыли), реинвестированная прибыль и прочие прямые инвестиции (в российском платежном балансе также отражается статистика по выплаченным и полученным процентам на вложенные инвестиции). Принято считать, что прямые инвестиции относятся к классу среднесрочных и долгосрочных инвестиций. Операции по внутрифирменному финансированию относятся к категории прямого инвестирования и прописываются в отдельных статьях платежного баланса, так как такие виды потоков капитала несут определенные риски и являются более уязвимыми, чем соответствующие операции между несвязанными сторонами. К прямым инвестициям между аффилированными компаниями могут также относиться инструменты, не дающие право голоса. Не классифицируются как прямые инвестиции операции между депозитными организациями, инвестиционными фондами и прочими финансовыми посредниками<sup>34</sup>. Вопрос о потоках капитала между аффилированными компаниями (дочерними и материнскими) важен для анализа, так как достаточна велика возможность заимствования и передачи капитала по таким каналам, а реверсные потоки могут оказывать существенное влияние на денежно-кредитную сферу национальных экономик.

Портфельные инвестиции регистрируются в платежном балансе и отображают операции с долговыми ценными бумагами (краткосрочными и долгосрочными), с ценными бумагами, обеспечивающими участие в капитале, а так же с паями инвестиционных фондов. Портфельные инвестиции, в отличие от прямых, характеризуются большей оборачиваемостью и подверженностью колебаниям.

---

<sup>32</sup> Bertrand A. Mergers and acquisitions ( M&As), greenfield investments and extension of capacity// IMF. Issue papers # 4,#28,#29. -2004

<sup>33</sup> Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции// МВФ.- 2012

<sup>34</sup> Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции// МВФ.- 2012

Прочие инвестиции отражают все операции, которые не входят в число прямых и портфельных инвестиций. В них отражаются прочие инструменты по участию в капитале (не имеют форму ценных бумаг, поэтому не включаются в портфельные инвестиции), также к прочим инвестициям относятся операции по участию в капитале, не имеющие форму ценных бумаг (например участие в капитале международных компаний), а также операции по участию в капитале квазикомпаний применительно к отделениям и условным единицам, например для владения землей, при условии наличия менее 10 % в общем числе голосов, наличную валюту и депозиты, ссуды и займы, страховые технические резервы, торговые кредиты и авансы, прочую задолженность, распределения СДР между странами - участницами МВФ.<sup>35</sup>

Международное движение капитала происходит на мировом финансовом рынке, где взаимодействуют кредиторы и заемщики.

Есть различные подходы к определению финансового рынка и его структуры. От представления финансового рынка как единого рынка капитала, состоящего из рынка денег (операции с краткосрочными инструментами), рынка капитала (операции со среднесрочными и долгосрочными ценными бумагами и финансовыми инструментами) и финансового рынка<sup>36</sup>, до более современной трактовки мирового финансового рынка, который выделяется как самостоятельная более общая единица, состоящая из рынка денег (операции с краткосрочными инструментами) и рынка капитала (операции со среднесрочными и долгосрочными инструментами). На рынке денег агенты, у которых есть временный избыток средств, могут оказать кредитное содействие тем участникам рынка, которые нуждаются в краткосрочных займах. Основное предназначение рынка денег – это обеспечение краткосрочной ликвидностью и займами корпораций и правительства, он позволяет правительству отказаться от повышения налоговых сборов. Рынок капитала предоставляет среднесрочные и долгосрочные кредиты, основной целью которых могут выступать, например, социальные и инфраструктурные проекты.<sup>37</sup> Рынок денег в свою очередь делится на межбанковский рынок и рынок краткосрочных ценных бумаг. Рынок капитала делится на кредитный рынок и фондовый рынок (долговые и долевыe ценные бумаги)<sup>38</sup>. Фондовый рынок, или рынок ценных бумаг, часто выделяют в отдельную составную часть финансового рынка.

---

<sup>35</sup> Там же. С.142

<sup>36</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Под ред. Красавиной Л.Н.// М. Финансы и статистика.-2000.

<sup>37</sup> Lawrence S. Ritter, William L. Silber. Principles of money, banking, and financial markets// 4<sup>th</sup> ed. Basic books. Inc. Publishers New York. - 1983

<sup>38</sup> Киреев А. П. «Международная экономика» – Т. 1. М.: «Международные отношения». - 2002

Рынки ценных бумаг делятся на первичные и вторичные. На первичном рынке продаются бумаги, эмиссия которых ранее не проводилась, основная их цель - получение дополнительных инвестиций в основные фонды или проекты. На вторичном рынке идет оборот и перепродажа уже выпущенных ценных бумаг.

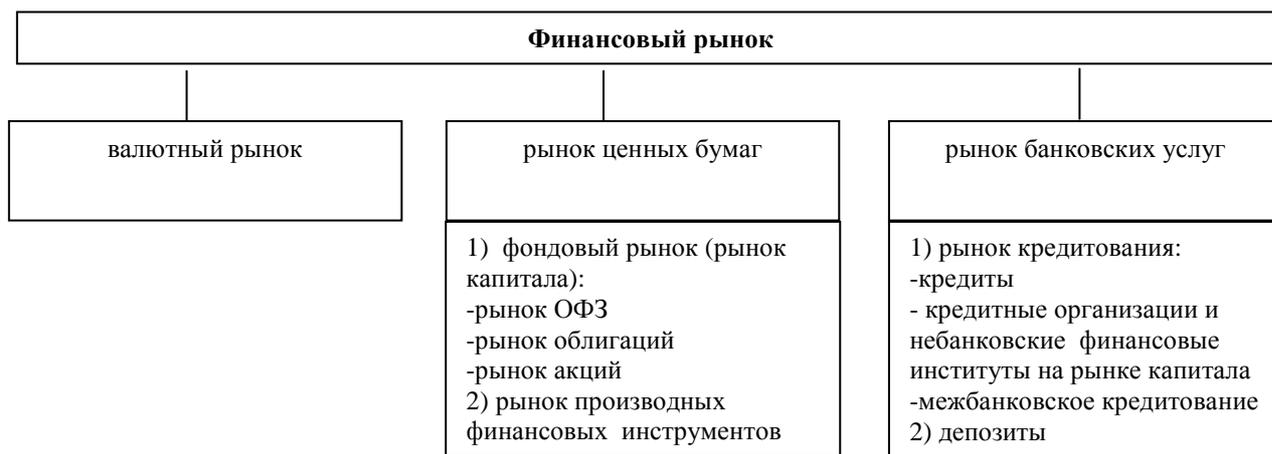
Объемы операций на вторичном рынке намного превышают объемы торгов на первичном, при этом операции на вторичном рынке не обеспечивают эмитентов новыми инвестициями. Рынки связаны между собой, так, повышение цен на вторичном рынке, ведет к повышению цен на первичном, поэтому при кризисе, несмотря на большую устойчивость первичного рынка, он подвержен шокам, идущим от вторичного.<sup>39</sup>

Посредством трансграничных операций с капиталом на международном финансовом рынке происходит передача влияния потоков краткосрочного и долгосрочного капиталов на национальные экономики, в основном через банковский сектор и фондовые рынки.

Банк России следующим образом определяет структуру финансового рынка. Финансовый рынок состоит из валютного рынка, денежного рынка, рынка капитала и рынка финансовых производных. Рынок капитала в свою очередь состоит из рынков государственных ценных бумаг, корпоративных облигаций, акций, кредитов и депозитов.

Мы в своем исследовании будем опираться на следующую структуру финансового рынка (см. схему 1):

Схема 1:



Так как валютный рынок охватывает все операции с валютой, то все виды трансграничных потоков капитала в той или иной мере на него воздействуют. На рынок

<sup>39</sup> Peter S. Rose. Money and capital markets. Financial institutions and instruments in a global marketplace. 6<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill Companies, Inc. - 1997

ценных бумаг оказывают влияние в основном трансграничные потоки прямых и портфельных инвестиций. На рынок банковских услуг основное влияние оказывают прочие инвестиции, которые преимущественно состоят из кредитов, займов и предоставленных ссуд, проходящих через банковский сектор.

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

В условиях, когда процентная ставка выше мировой, что характерно для стран с развивающимися и формирующимися рынками, международный капитал будет приходить в страну, увеличивая положительное сальдо финансового счета. Одновременно приток иностранной валюты в страну приводит к повышению валютного курса национальной валюты и снижению чистого экспорта, что влечет за собой сокращение уровня совокупного дохода. При неизменном уровне предложения денег, при снижении дохода уменьшится спрос на деньги, что вызовет снижение процентной ставки. Потоки капитала будут воздействовать на валютный курс до тех пор, пока не установится равновесие на уровне мировой процентной ставки.

Если же в стране применяется фиксированный валютный курс, то превышение процентной ставкой уровня мировой ставки вызовет описанные выше последствия для экономики, но при этом перед монетарными властями будет стоять задача сохранения установленного уровня валютного курса при помощи валютных интервенций, что вызовет увеличение предложения денег и приведет к снижению процентной ставки. Поскольку валютный курс остается неизменным, платежный баланс уравнивается только за счет снижения процентной ставки до уровня мировой, что снизит приток капитала. Увеличение предложения денег вызовет рост дохода. Таким образом, будет достигнуто равновесие на уровне мировой процентной ставки.

В 1962 и 1963 гг. Р. Манделл и Дж. Флеминг предложили теорию, связывающую три основные цели монетарных властей: независимую монетарную политику, свободное движение капитала и фиксированный валютный курс. Страны не могут одновременно проводить независимую монетарную политику, иметь фиксированный валютный курс и свободное движение капитала, но могут выбрать две цели из трех.

М. Обстфельд и А. Тейлор в своей работе 1999 года<sup>40</sup> ввели понятие «невозможной триады», эмпирически доказав невозможность компромисса между описанными тремя целями.

---

<sup>40</sup> Obstfeld M., Taylor A.M. The great depression as a watershed: international capital mobility over the long run// NBER working paper.-1999.- № 5960

Впоследствии данная проблематика была развита многими исследователями, в том числе М. Обстфельдом, Дж. Шамбо и А. Тейлором, Дж. Айзерманом, М. Шинном, Г. Ито, Р. Гликом, М. Хатчисоном, в работах которых был развит и углублен вопрос «невозможной триады» с проведением анализа опыта развивающихся стран, столкнувшихся с последствиями мирового финансового кризиса 2008 г<sup>41</sup>.

Многие авторы подтверждают существование на практике «невозможной триады». Существует также точка зрения, что во времена золотого стандарта триада в ряде стран могла явно не проявляться.

В странах с привязкой валютного курса внутренние процентные ставки в большей мере, чем в странах без привязки, реагируют на изменения мировой ставки, как в долгосрочной перспективе, так и в краткосрочной. Если при условии отсутствия контроля над потоками капитала страна выбирает управляемый валютный курс, она теряет большую часть своей независимости в монетарной политике. В условиях отсутствия контроля за валютным курсом страна характеризуется большей монетарной независимостью даже при свободном движении капитала. Анализ выявил, что с течением времени в условиях отсутствия контроля за движением капитала, происходит усиление связи внутренних процентных ставок и мировых.

С точки зрения временных периодов, можно сказать, что при золотом стандарте странам была свойственна жесткая привязка валютных курсов, что было обусловлено самой системой, свободным движением капитала и ограничениями при проведении монетарной политики. Трансмиссия шоков процентных ставок происходила быстро, т.е. национальные процентные ставки быстро достигали уровня мировых, что означало отсутствие контроля монетарных властей над денежно-кредитной политикой. В Бреттон-Вудский период национальные экономики «наслаждались» монетарной независимостью, стабильным управляемым валютным курсом и ограниченным движением капитала. С развитием мировой экономики и либерализации движения капитала, основным направлением изменений денежно-кредитной политики стал постепенный переход к свободному движению капитала и плавающему валютному курсу. Но, как увидим далее, это происходит не всегда.

Рассмотрим теперь, как функционирует денежно-кредитная политика в условиях мобильности капитала, в частности в развивающихся странах и странах с

---

<sup>41</sup> Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M.. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, capital mobility//Mimeo. - 2004. URL: <http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/ost12.pdf>; Aizerman J., Chinn M.D., Ito H. Assessing the emerging global financial architecture: measuring the trilemma's configuration over time// NBER Working Papers.-2008.- № 14533; Glick R., Hutchison M. Navigating the trilemma: capital flows and monetary policy in China//Federal reserve Bank of San Francisco. - 2008

развивающимися рынками<sup>42</sup>, в условиях «невозможной триады». В 1980-1990х гг. некоторые страны (например: Корея, Таиланд, Мексика и др.) стали осуществлять либерализацию потоков капитала, при этом пытаясь сохранить независимость монетарной политики и стабильность валютного курса, что, согласно «невозможной триаде» должно было привести к противоречию. Попытка преодолеть «триаду» была осуществлена и Аргентиной, которая, в условиях свободного движения капитала, передала функции монетарного регулирования валютному совету, что так же окончилось неудачей. Китай подошел к процессу либерализации потоков капитала более сдержанно. Он активно стимулировал приток прямых иностранных инвестиций. При этом потоки портфельных инвестиций и прочих иностранных обязательств попадали под контроль за движением капитала, одной из задач которого было обеспечение защиты внутренней банковской системы, усложняя вход на рынок представительств иностранных банков, и снижая таким образом риски последующего оттока капитала через них.

Открывая свои границы для свободного движения капитала в 2006-2007 гг., Китай также ослабил контроль над валютным курсом, пытаясь сохранить контроль за монетарной политикой. При этом Китай столкнулся с проблемой одновременного профицита счета текущих операций и финансового счета, что сразу оказало давление на курс юаня в сторону его повышения. Поэтому монетарным властям пришлось проводить валютные интервенции и одновременно операции по стерилизации денежной массы. И чем больше внимания власти Китая уделяли поддержанию валютного курса, нежели монетарной политике, тем сложнее по мере роста валютных резервов было достичь компромисса<sup>43</sup>.

Таким образом, монетарным властям все больше внимания нужно уделять вопросам трансграничного движения капитала, особенно сейчас, в условиях глобальной интеграции финансовых рынков, при выборе основных целей монетарного регулирования.

Роль международного влияния проводимой странами монетарной политики все больше привлекает внимание современных экономистов, что подтверждает возрастающую роль межстрановой трансмиссии шоков ликвидности. Монетарная политика больших открытых экономик может оказывать значительное влияние на денежно-кредитную сферу стран с развивающимися рынками. И последние в свою очередь должны это учитывать при формировании стратегии своего развития<sup>44</sup>. Но и

---

<sup>42</sup> O'Connell S.A., Maturu B.O., Mwega F.M., Ndung'u N.S. and Ngugi R.W. Capital mobility, monetary policy, and exchange rate management in Kenya// Kenya: policies for prosperity. Oxford University Press. – 2010.- p. 172-208

<sup>43</sup> Glick R., Hutchison M. Navigating the trilemma: capital flows and monetary policy in China//Federal reserve Bank of San Francisco. -2008

<sup>44</sup> Mackowiak B. External shocks, US monetary policy and macroeconomic fluctuations in emerging markets// SFB 649 discussion paper.-2006. - No 2006, 026. – с .2

развитые страны также подвержены влиянию внешних монетарных шоков. Например, шоки международной ликвидности играют важную роль в объяснении колебаний уровня цен и выпуска в зоне евро<sup>45</sup>.

При возрастающем уровне интеграции финансовых рынков стран, международное движение капитала оказывает видимый эффект на национальные цены активов и денежные агрегаты. Воздействие может происходить двумя способами. Рост денежного предложения в одной стране стимулирует движение капитала за границу, где этот капитал увеличивает денежное предложение в стране - реципиенте (« push» channel of monetary shocks transmission). Если растёт денежное предложение внутри одной страны, то это вызывает рост стоимости ее активов, что привлекает инвесторов и стимулирует приток иностранного капитала (« pull» channel of monetary shocks transmission). Таким шоком денежного предложения, в частности, является проведение политики количественного смягчения<sup>46</sup>.

В последнее время, в связи с прошедшим кризисом и антикризисными мерами, все больше современных работ посвящается изучению влияния монетарной политики США на внешний мир, особенно через трансграничное движение капитала. В своей работе С. Ким, используя модель векторной авторегрессии, проанализировал эффект шоков монетарной политики США на страны Большой семерки («G-7») без США. Результатом его исследования стало подтверждение факта отсутствия заметного влияния политики, проводимой США, на анализируемые страны. Ключевым моментом было то, что анализировалось влияние на большие развитые страны, более устойчивые к внешним шокам, в то время как развивающиеся страны более чувствительны к ним<sup>47</sup>. А в 2005 г. Ф. Канова при помощи той же методологии исследовал влияние монетарной политики США на развивающиеся страны Латинской Америки. Автор подтвердил, что шоки монетарной политики США через канал ликвидности оказывают существенное влияние на макроэкономические показатели, в частности, на процентные ставки стран Латинской

---

<sup>45</sup> Sousa J. and Zaghini A. Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers// International journal of finance and economics.-2008.- p.215

<sup>46</sup> Политика количественного смягчения относится к нетрадиционным мерам монетарной политики. Она начинает применяться в ситуации, когда экономика находится в глубокой рецессии, процентные ставки близки к 0, что не позволяет использовать традиционные механизмы для повышения потребительского спроса в экономике. Такая политика может способствовать облегчению острой нехватки глобальных заемных средств, стабилизации кредитных рынков в разгар финансового кризиса и в период тяжелой глобальной рецессии. Примерами политики количественного смягчения в последнее время может быть политика, проводившаяся банком Японии, Федеральной резервной системой США, Европейским центральным банком и Банком Англии.

<sup>47</sup> Kim S. International transmission of US monetary policy shocks: evidence from VAR's//Journal of monetary Economics.-2001.-vol. 48.-issue 2.-p.339-372

Америки. Более того, монетарные шоки оказывают наибольшее влияние, по сравнению с шоками совокупного предложения или реальными шоками спроса в США<sup>48</sup>.

Программа количественного смягчения влияет на различные цены активов развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, повышает цены на акции, снижает доходность государственных и корпоративных облигаций в этих странах. Объявление о мерах политики количественного смягчения в большой экономике, способствует облегчению условий движения ликвидности через немедленную переоценку активов на глобальных финансовых рынках.

Шоки международной ликвидности оказывают значительное влияние на денежно-кредитные сферы стран. При этом воздействие ощутимо как для развитых, так и для развивающихся стран. Основным каналом передачи шоков ликвидности являются трансграничные потоки капитала. Наиболее сильные последствия оказывают шоки, связанные с проведением политики количественного смягчения, особенно США. Больше всего подвержены влиянию страны с развивающимися рынками, высокие процентные ставки которых, привлекают инвесторов, получивших дополнительные средства от увеличения предложения денег в экономике, в условиях крайне низких процентных ставок.

К. Чен, А.Филардо, Д. Хе и Ф. Жу анализировали динамику основных монетарных показателей развивающихся стран в условиях сценариев стрессового и более плавного изменения разницы долгосрочных и краткосрочных процентных ставок в США, с использованием глобальной модели векторной коррекции ошибок.

Они показали, что влияние политики США на развивающиеся азиатские экономики в целом было незначительным. Приток капитала не был настолько большим, чтобы вызвать сильное укрепление их валют. С другой стороны, сокращение разницы долгосрочных и краткосрочных процентных ставок в США, привело к достаточно сильному укреплению курса бразильского реала во время первых двух периодов количественного смягчения в США (QE I и QE II).

Но на некоторые страны политика количественного смягчения оказала существенное влияние, например на экономики Бразилии и Гонконга. Как уже говорилось во время двух периодов покупки активов ФРС США, Бразилия пострадала из-за сильного укрепления национальной валюты, дефляции на потребительском рынке, в то время как в Гонконге эта политика особенно заметно повлияла на финансовые рынки, банковские кредиты, и динамику реального ВВП. При этом в Бразилии применяется

---

<sup>48</sup> Canova F. The transmission of US shocks to Latin America./ Journal of Applied Econometrics.-2005.-vol. 20.-issue 2.-p.229-251

гибкий валютный курс, а в Гонконге – валютное управление. Результатом политики количественного смягчения для стран также стало увеличение денежной массы<sup>49</sup>.

Если выше были рассмотрены шоки монетарной политики, которые передавались в разные страны через трансграничные потоки капитала, то ниже будут описаны непосредственно шоки со стороны самих трансграничных потоков капитала.

Шоки движения капитала вызывают сдвиги в функционировании финансового сектора в экономике. Шок, вызвав сбой в работе какого-нибудь сектора финансового рынка, впоследствии может распространиться и на другие сектора. Такое явление получило название межсекторального «заражения», действующего на национальном уровне. Наиболее подверженным такому внешнему воздействию является межбанковское кредитование, которое, осуществляя функцию перетока денежных средств между основными финансовыми секторами, становится главным источником передачи шоков на остальные сектора. Существует тесная связь между валютным кризисом и банковским кризисом. Проблемы в банковском секторе обычно предшествуют валютному кризису, который в свою очередь ухудшает действие кризиса в банковском секторе<sup>50</sup>.

Ухудшение состояния финансовой сферы в одной стране может повлиять на ее состояние в другой стране. Проблема финансового «заражения» на международном уровне в последнее время становится все более значимой и актуальной. При этом механизмом передачи такого воздействия являются трансграничные потоки капитала<sup>51</sup>. Чем более открыты страны для трансграничного движения капитала и чем более интегрированы они в мировую финансовую систему, тем сильнее и быстрее происходит финансовое «заражение» в этих странах. Основными каналами передачи шоков является взаимодействие стран на уровне финансовых рынков, банковского сектора, валютного рынка.

Многие авторы исследовали различные проблемы, связанные с шоками движения капитала. Немало внимания уделено проблеме «внезапной остановки» потоков капитала и «разворота потоков». Г. Кальво, Л. Лидерман и К. Рейнхарт исследовали проблему внешних шоков в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками, в частности, в странах Латинской Америки в 1988-1991 гг. Они описали механизмы внешних шоков, вызывающих значительные колебания реальных валютных курсов в

---

<sup>49</sup> Chen Q., Filardo A., He D. and Zhu F. International spillovers of central bank balance sheet policies// BIS papers.-2012.- No 66.-p. 230-275

<sup>50</sup> Reinhart C.M. Some perspective on capital flows to emerging market economies// NBER Reporter: Research summary.- 2005

<sup>51</sup> Говтвань О.Д., Мансуров А.К. Системный риск в финансовой сфере: теоретический анализ и подходы к оцениванию// Проблемы прогнозирования. – 2011.- № 2.- с.24-36

этих странах<sup>52</sup>. Г. Кальво углубил анализ данной проблемы. В своей работе он сформулировал основные тезисы, касающиеся проблемы замедления, остановки и последующего «разворота» потоков капитала из развивающихся стран и влияние последних на монетарную сферу и реальный сектор<sup>53</sup>. Впоследствии эта тема была им развита, в частности, в работах в соавторстве с К. Рейнхарт, где они также описали проблему «волн» движения капитала: быстрое увеличение потоков капитала в экономику с последующим перегревом и проблемой оттока капитала.

Приток капитала равен дефициту счета текущих операций плюс изменение в международных резервах. Поэтому «разворот» потоков капитала и последующая за этим внезапная остановка капитала вызывает либо снижение дефицита текущего счета, либо уменьшение международных резервов. Г. Кальво описал также механизм внезапной остановки потоков капитала в страну<sup>54</sup>. В период увеличения притока капитала, увеличивается и дефицит счета текущих операций в стране (импорт увеличивается за счет роста платежеспособности страны и увеличивающегося спроса), либо увеличиваются резервы.

Подводя итоги, автор делает следующие основные выводы. Несомненно, что внезапный «разворот» и последующая остановка потоков капитала наносят вред финансовой системе национальной экономики, приводя к банкротству ее экономических агентов через ухудшение состояния внутреннего кредитного канала. Внезапная остановка потоков капитала приводит к сокращению дефицита счета текущих операций, что сказывается на снижении относительных цен неторгуемых товаров. Немаловажным оказывается и соотношение потребления обществом торгуемых (экспортных товаров) и неторгуемых (неэкспортных) товаров (например, недвижимости). Чем выше предельная склонность к потреблению неторгуемых товаров, тем хуже будут последствия, связанные с сокращением притока капитала. Если уровень внутренних инвестиций ниже, чем уровень потребления неторгуемых товаров, то нужно больше средств, приходящих из-за рубежа для обеспечения заданного уровня потребления, и тем серьезнее будут последствия, в случае прекращения такого финансирования.

Сбоям в финансовой системе, связанным с резкой сменой направления движения капитала (внезапной остановкой его притока и последующего оттока) посвятили свою работу Р. Кардерелли, С. Элекдаг, М. Козе. Развивающиеся экономики и малые

---

<sup>52</sup> Calvo G., Leiderman L., Reinhart C.M. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors./ IMF Staff papers. -1993

<sup>53</sup> Calvo G. Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stop// Journal of applied economics. – 1998.- No 1.-Vol. 1

<sup>54</sup> Calvo G. Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stop// Journal of applied economics. – 1998.- No 1.-Vol. 1

открытые экономики в большей степени подвержены внешним краткосрочным шокам, имеющим долгосрочные последствия. Страны, находящиеся в фазе экономического роста, уязвимы и подвержены циклам. Если при этом в них действует полная мобильность капитала, то приток капитала, связанный с бурным ростом, обычно сменяется кризисом в период оттока капитала<sup>55</sup>. При этом стоит отметить, что прямые инвестиции в развивающихся экономиках не подвержены таким колебаниям в силу своей долгосрочной природы<sup>56</sup>. В отличие от многих авторов, использующих для анализа внезапной остановки чистые значения потоков капитала, Е. Алберола, А. Эрне, Дж. Серена рассматривали влияние внешних шоков, опираясь на анализ валовых значений потоков капитала, так как чистые значения последних могут не отражать тенденций в увеличении или снижении общего объема трансграничной активности с капиталом. При помощи эконометрического анализа авторы выявили гетерогенность в поведении инвесторов - резидентов в ответ на шок внезапной остановки потоков капитала и значительную роль накопления и последующего использования резервов для стабилизации ситуации на финансовых рынках. Использование международных резервов монетарными властями позволяет компенсировать сокращение капиталовложений резидентами, а также внезапный отток инвестиций нерезидентов<sup>57</sup>.

Отток капитала вызывает повышение процентных ставок, так как в этом случае растет премия за риск. С ростом процентных ставок, возрастает и сумма непогашенных кредитов. В случае, когда страна придерживается той или иной разновидности режима фиксированного валютного курса, власти могут пойти на девальвацию национальной валюты, что поможет избежать падения цен неэкспортных товаров (например, цен на недвижимость). Эффект от обесценения национальной валюты зависит от уровня долларизации экономики страны. Чем выше уровень долларизации, тем более ощутимым будет влияние потоков капитала, вызывающих колебания валютного курса, особенно в экономике со свободным валютным курсом<sup>58</sup>.

При этом, если внешние активы и обязательства перед нерезидентами могут быть застрахованы от колебаний валютного курса, то в национальной кредитной сфере это не так. Так кредиты в иностранной валюте, выданные экономическим агентам, не

---

<sup>55</sup> Carderelli R., Elekdag S., Kose M.A. Capital inflows^ macroeconomic implications and policy responses//IMF Working paper.-2009.- № 09/40

<sup>56</sup> Aghion P., Bacchetta P., Benerjee A. Financial development and the instability of open economies// Journal of Monetary economics.-2004.- № 51.-p.77-106

<sup>57</sup> Alberola E., Erne A., Serena J.M. International reserves and gross capital flows: dynamics during financial stress// Federal Reserve Bank of Dallas. Globalization and Monetary Policy Institute working paper. – 2012/- № 110

<sup>58</sup> Reinhart C., Calvo G.. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options//MPRA Paper.-2000.- No. 6982

получающим доход в иностранной валюте, при значительной девальвации национальной валюты могут быть не погашены.

Экономика является уязвимой и тогда, когда в страну поступает масштабный приток или происходит крупный отток краткосрочного капитала. Для предотвращения подобных ситуаций монетарные власти национальных экономик могут ввести ограничения и меры контроля за краткосрочным движением капитала для снижения волатильности валютного курса и/или прибегнуть к политике регулирования валютного курса.

Внезапное увеличение притока капитала редко бывает продолжительным и устойчивым. При «развороте» потоков капитала развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками в отличие от развитых обычно теряют доступ к международному рынку капитала, что осложняет возможность для рефинансирования краткосрочных обязательств государственного и частного секторов. Краткосрочная помощь в виде «спасательных» кредитов не может покрыть эти масштабные сокращения займов.

Введенное в обиход Г. Кальво понятие «внезапной остановки» потоков капитала использовали в своих работах многие авторы, в частности, для анализа реверсивных потоков капитала (потоков капитала с переменным направлением движения) в Латинской Америке 1990-х годов<sup>59</sup>. Особый интерес представляет работа, анализирующая влияние внешних шоков, в частности, внезапной остановки притока капитала в связи с кризисом в России в 1998 г. на примере Аргентины и Чили, в которой выявлены существенные, хоть и разные эффекты для этих стран<sup>60</sup>. Бал получен вывод, что значительная открытость экономики Чили способствовала большему урону.

Впоследствии авторы в своих работах более глубоко исследовали проблему «внезапной остановки» и анализировали состояние экономики стран с развивающимися рынками в условиях резкой остановки и «разворотов» потоков капитала. Так, в своей работе Г.Кальво рассмотрел вопрос о том, как внешняя финансовая нестабильность ослабляет кредитную систему национальной экономики стран с развивающимися рынками<sup>61</sup>. В ситуации резкой остановки притока капитала центральный банк вынужден использовать свою функцию «кредитора в последней инстанции», расходуя резервы для поддержания стабильности кредитной сферы в целом. При высокой волатильности

---

<sup>59</sup> Mendoza E.G. Credit, Prices, and Crashes. Business Cycles with a Sudden Stop// Preventing Currency Crises in Emerging Markets. University of Chicago Press. – 2002.-p.335-389

<sup>60</sup> Calvo G., Talvi E. Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: learning from Argentina and Chile // NBER working paper.-2005.- № 11153

<sup>61</sup> Calvo G.. Monetary policy challenges in emerging markets:Sudden stop, liability dollarization, and lender of last resort// Inter-American Development Bank, Research Department, working paper.-2006.- No. 596.

финансовых показателей поддержание заданного уровня инфляции (инфляционное таргетирование) и регулирование процентных ставок могут провоцировать достаточно сильную волатильность валютных курсов, поэтому может быть обоснованным возврат монетарных властей к политике валютной «привязки» или увеличение объемов валютных интервенций.

Проблемам таргетирования инфляции и возможных последствий для экономики в условиях резкой остановки притока капитала посвятили свою работу также Р. Кабаллеро и А. Кришнамерфи. Проведение монетарной политики может осложниться в связи с ожиданиями частного сектора относительно принятия сдерживающих мер денежно-кредитной политики при внезапной остановке потоков капитала, которые в условиях кризиса стабилизируют валютный курс и имеют менее болезненные последствия для валового выпуска в экономике. Но это воспринимается частным сектором как сигнал о возможном ухудшении состояния экономики, поэтому у них усиливается желание застраховаться от возможных последствий проведения такой политики и последствий внезапной остановки движения капитала<sup>62</sup>. В качестве меры сохранения средств выбирается открытие долларовых депозитов, что приводит к увеличению долларовых активов.

Г. Кальво, А. Изкуэрдо, Л. Мейя так же анализировали, как воздействует резкая остановка потоков капитала на платежный баланс стран. Они выявили значительное сходство реакции валютного курса на резкую остановку притока капитала в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками. Таким образом, страны с различными первоначальными условиями могут быть сгруппированы по их реакции на внезапную остановку движения капитала. Высокая степень открытости экономики и долларизации активов подвергают страны большему риску<sup>63</sup>.

Когда страна испытывает перманентный приток капитала, особенно краткосрочного, на протяжении какого-то периода, то в результате резкой остановки иностранного финансирования и последующего оттока капитала нерезидентов, в различных финансовых сферах страны могут возникнуть проблемы, связанные с нехваткой ликвидности. Реакция экономики зависит от различных факторов, как внутренних, так и внешних. Внутренние факторы определяются уровнем долларизации экономики, предельной склонностью к потреблению торгуемых и неторгуемых товаров, объемами активов в иностранной валюте. То, как монетарные власти будут бороться с таким шоком трансграничного движения капитала, зависит от режима денежно-кредитной политики. С

<sup>62</sup> Caballero R.J., Krishnamurthy A. Inflation Targeting and Sudden Stops// NBER Book Series Studies in Business Cycles. The Inflation-Targeting Debate.- 2004.- p. 423 - 446

<sup>63</sup> Calvo G.A., Izquierdo A. and Mejía L.F. On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects//NBER Working Paper.-2004.- № 10520

течением времени, по мере увеличения финансовой интеграции стран, увеличивается и степень влияния резкого оттока иностранного капитала, шока, ставящего перед национальными экономиками вызовы, порой не связанные с внутренними фундаментальными факторами.

Интеграция финансовых рынков и либерализация международного движения капитала привели к значительному увеличению объемов капитала, перетекающих из одних стран в другие. Начиная с 1990-х гг. начинается рост трансграничной активности потоков капитала в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками. Пик пришелся на 2006-2007 гг. Все более интегрированными становятся и валютные рынки, на динамику которых воздействует множество факторов, одним из которых является трансграничное движение капитала. Основными стимулами для перетока международной ликвидности является желание иностранных инвесторов получить большую отдачу от вложенных средств, которая определяется разницей в уровне процентных ставок между страной - донором капитала и страной - реципиентом, а также ее инвестиционным климатом. Разница в процентных ставках, помимо всего прочего, обуславливается наличием специфического странового риска. Чем выше этот риск, тем выше доходность от вложенных средств. Современная тенденция такова, что большей премией за риск и, соответственно, более высокими процентными ставками характеризуются развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками. Поэтому капитал перетекает в эти страны из развитых стран в условиях роста «аппетита к риску». В условиях либерализации и финансовой открытости у экономических агентов появляется доступ к внешним займам, что нивелирует экономические дисбалансы спроса и предложения капитала на рынках, особенно рынках стран с формирующимися рынками, нуждающихся в дополнительных средствах для развития экономики. И чем больше стран открывают свои границы для международного движения капитала, тем более диверсифицированными становятся кредитные линии и источники финансирования дефицита заемных средств.

Но, как показали финансовые кризисы последних лет, у либерализации и увеличения трансграничных потоков капитала есть и негативная сторона. Финансовая открытость делает страну уязвимой к внешним шокам, к различным процессам «заражения» внутри региона. Чем более открыт финансовый рынок страны, тем большее влияние может быть оказано на ее финансовую стабильность. На уязвимость страны к внешним шокам влияют также показатели соотношения ее требований и обязательств по отношению к за границе, нестабильность капитальных потоков и связанные с этим риски, приток иностранного капитала, приводящий к завышению цен национальных активов.

Волатильные и чрезмерные капитальные потоки могут дестабилизировать валютный курс, а также могут воздействовать на динамику монетарных показателей и на колебания цен активов.

Значительный вред финансовой стабильности страны могут нанести «внезапная остановка» и «разворот потоков капитала». Резкое прекращение притока инвестиций, а затем и последующий масштабный отток дестабилизируют экономику через влияние на основные монетарные показатели. Немаловажным также является влияние проводимой монетарной политики развитых стран на финансовые рынки стран с формирующимися рынками. Так, проведение политики количественного смягчения США стимулировало инвестиционную активность инвесторов и, соответственно, переток капитала в развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками, характеризующиеся более высокими процентными ставками. Более того, анонсирование сворачивания политики количественного смягчения в 2013 г., а также последующее сворачивание вызвали значительные колебания рынков ценных бумаг стран и их валютных рынков. Выше перечисленные шоки влияют на все типы трансграничного капитала. Но наиболее значимым для стабильности финансовой системы стран является изменение динамики и направления краткосрочного спекулятивного капитала под влиянием ожиданий иностранных инвесторов относительно состояния экономики страны или событий внешнего мира. Так, негативная информация или ожидания в отношении ухудшения макроэкономических показателей и инвестиционного климата страны могут привести к выводу в быстрые сроки спекулятивного капитала с финансовых рынков стран, что может поколебать валютный курс и основные монетарные показатели. И чем выше доля нерезидентов, тем ощутимее будут колебания потоков спекулятивного капитала.

Таким образом, перед странами встает следующая задача:

выбор оптимальной комбинации политики валютного курса, контроля за потоками капитала и денежно-кредитной политики для обеспечения финансовой стабильности и противодействия внешним шокам.

В рамках этой задачи актуальными являются вопросы: какой нужен режим валютного курса и нужно ли контролировать трансграничное движение капитала, придерживаться ли в крайних форм «трилеммы» или переходить к промежуточным формам. Что касается вопроса о введении мер по контролю за потоками капитала, то в последнее время общая тенденция, направленная на полную либерализацию трансграничного движения капитала, постепенно меняется, все больше стран начинают вводить различные меры контроля за движением спекулятивного краткосрочного капитала, в качестве инструментов противодействия внешним шокам, сохраняется

В данной главе были рассмотрены основные виды и причины трансграничного движения капитала, а также последствия для стран от воздействия тех или иных шоков со стороны потоков капитала. Теперь перейдем к рассмотрению данных аспектов применительно к России.

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

### **2.1. Анализ трансграничного движения капитала в России.**

После либерализации в 1990-х годах экономика России открылась для мировых рынков и стала во многом зависимой от поведения внешних факторов, определяющих функционирование мировой экономики. Открытость экономики для мировых финансовых рынков отражает, в том числе и уровень валовых среднегодовых объемов трансграничных операций с капиталом<sup>64</sup>, который вырос почти в два раза в 2003 г. по сравнению с 1992 г., а в пиковый 2008 г. он вырос в 7 раз по сравнению с началом 2003 г.

*Таблица 1*  
**Валовой объем трансграничных операций (без учета знака операций)<sup>65</sup>, млрд. долл.**

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
34,19	30,38	28,16	19,75	52,46	90	37,11	21,16	38,07	14,16	18,73	62,67
2004	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
84,4	123,30	168,27	332,50	435,70	157,02	150,42	287,03	280,18	342,02	209,02	154,96

*Источник: расчеты на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).*

*\*до 2005 года данные соответствуют методологии составления платежного баланса РПБ 5, с 2006 – РПБ 6.*

В структуре трансграничных потоков капитала прочие инвестиции с начала 2000-х гг. и до 2009 г. занимали более половины, а до 1996 г. – около 90% от всего объема валовых трансграничных потоков. Это можно объяснить тем, что, несмотря на либерализацию потоков капитала, в стране не были развиты рынки капитала, и поэтому основной объем трансграничных операций приходился на займы международных организаций и банков. Надо также отметить, что после 1999-2000 годов займы были предоставлены в основном банками. На втором месте идут прямые инвестиции, а на

<sup>64</sup> Показатель рассчитывался как сумма потоков за границу и в Россию (прямые инвестиции), активов и обязательств (портфельные и прочие инвестиции) без учета знака операции.

<sup>65</sup> Валовой объем трансграничных операций рассчитывался как сумма операций по приобретению активов и операций с обязательствами без учета знака операций.

третьем – портфельные. В 1997 г. резко возросла доля портфельных инвестиций с 9% до 51% при снижении доли прочих инвестиций с 84% до 40%. Такое разовое изменение долевого соотношения произошло за счет проведенной реструктуризации задолженности России перед Лондонским клубом. Выплаты по просроченным платежам были перенесены на будущие периоды, для чего были выпущены облигации на сумму долга и просроченные проценты<sup>66</sup>.

Таблица 2

### Портфельные инвестиции

	III квартал 1997 г.			IV квартал 1997 г.		
	Всего	С дальним зару-бежьем	Со странами СНГ	Всего	С дальним зару-бежьем	Со странами СНГ
<b>Портфельные инвестиции</b>	<b>2 042</b>	<b>2 053</b>	<b>-11</b>	<b>29 624</b>	<b>29 539</b>	<b>85</b>
<i>Активы</i>	-305	-304	-1	4	-85	89
<i>Обязательства</i>	2 347	2 357	-10	29 620	29 624	-4
Участие в капитале	379	379	0	175	175	0
Долговые ценные бумаги	1 967	1 977	-10	29 445	29 449	-4
Сектор государственного управления	1 825	1 835	-10	29 441	29 445	-4
Федеральные органы власти	1 807	1 817	-10	29 358	29 362	-4
Субъекты Российской Федерации – еврооблигации	18	18	0	82	82	0
Банковский сектор	139	139	0	-21	-21	0
Сектор нефинансовых предприятий	3	3	0	26	26	0

### Долговые ценные бумаги

	III квартал 1997 г.			IV квартал 1997 г.		
	Всего	С дальним зару-бежьем	Со странами СНГ	Всего	С дальним зару-бежьем	Со странами СНГ
Федеральные органы власти	1 807	1 817	-10	29 358	29 362	-4
ГКО-ОФЗ	1 859	1 869	-10	220	224	-4
еврооблигации, размещенные по открытой подписке	98	98	0	369	369	0
облигации, выпущенные по соглашению с Лондонским Клубом	-	-	-	28 286	28 286	0
Выпуск	-	-	-	28 137	28 137	0
ОВГВЗ и ОГВЗ 1999 г.	-151	-151	0	483	483	0
прочие	1	1	0	1	1	0

Источник: Центральный Банк Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

После кризисного 2008 г. доля операций с прочими инвестициями сократилась до 20%, и оставалась такой на протяжении 2-х лет, так как кредитная активность банковского сектора на тот период еще не восстановилась. А вот доля прямых инвестиций в связи с меньшей волатильностью и посткризисным снижением стоимости активов в этот период

<sup>66</sup> Отчет Центрального банка Российской Федерации за 1997 год. М: Центральный банк РФ. - 1998

возросла и в 2009-2010 гг. была больше половины. А начиная с 2011 г. долевое отношение в совокупном валовом объеме трансграничных потоков капитала прямых и прочих инвестиций практически сравнялось до уровня 42%-43%. После кризисного 2008 г. значительно возросли объемы трансграничных операций с финансовыми производными инструментами, их доля с 2009 г. составила около 13%.

В целом Россия является страной – «чистым» кредитором, т.е. увеличение иностранных активов превышает принятие обязательств. С точки зрения теории это вполне обосновано, так как на протяжении всего анализируемого периода (2000-2015 гг.) Россия имела профицит счета текущих операций.

При статистическом анализе трансграничного движения капитала, в частности по видам, необходимо учитывать фактор офшоризации инвестиционных потоков, так как он смещает объективную оценку объема иностранных инвестиций нерезидентов. Учет крупных сделок по продаже/покупке активов между российскими компаниями осложняется в связи с тем, что по сути такие сделки проходят по сложным цепочкам между офшорными компаниями и отражаются в платежном балансе как трансграничные операции<sup>67</sup>. Основным стимулом создания компаний в офшорах для резидентов стало снижение операционных издержек путем снижения управленческих расходов, использования облегченного налогового режима, немаловажным является и факт сокрытия информации о конечном бенефициаре<sup>68</sup>. Поэтому то, что в платежном балансе регистрируется как отток средств в иностранные активы и приток иностранного капитала в страну, по сути, является инвестированием в свою офшорную компанию резидентами и последующий возврат средств в виде реинвестированных доходов. Что касается прямых инвестиций, то по объемам инвестиций лидером таких сделок является Кипр (хотя после 2012 г. его роль в офшорном трансграничном движении капитала снизилась). Тут следует отметить феномен кипрских прямых инвестиций, где практически все инвестиции являются российскими инвестициями, проведенными через офшорные сделки и возвращенные в виде прямых инвестиций. Надо отметить, что Кипр является самым крупным инвестором в России по объемам прямых инвестиций среди всех стран, на втором месте идут Нидерланды.

Вторым после ЕС по объемам прямых инвестиций региональным инвестором является Северная Америка, а именно, страны Карибского Бассейна (Багамы, Бермуды, Виргинские острова).

---

<sup>67</sup> Европейские прямые инвестиции в России. Отв. ред. А.В. Кузнецов. М.: ИМЭМО РАН. - 2006. - 221 с.

<sup>68</sup> Головин М.Ю., Лобанов М.М. Инвестиционное взаимодействие России со странами « пояса соседства»// Российский внешнеэкономический вестник.- 2012.- №1.- с. 22

Значительный объем инвестиций проходит и через Ирландию, которая, хотя она юридически и не является страной-офшором, входит в состав так называемых офшорных сетей<sup>69</sup>, которые становятся все более популярными, особенно среди крупных ТНК, поскольку они по разным причинам не могут использовать офшоры напрямую.

Существенную долю занимают офшорные трансграничные потоки капитала и в портфельных инвестициях. Так, по некоторым оценкам, в 2005 г. около 80% притока портфельных инвестиций приходилось на офшоры, а в 2007 г., когда пришелся пик трансграничной активности с портфельными инвестициями, доля снизилась примерно до 20% , но, начиная с 2008 г. снова составляла более 50%. Что касается оттока портфельных инвестиций, то на офшоры с 2005 г. по 2010 г. приходилось в среднем более 80%, снижение произошло лишь в 2008-2009 гг., когда доля оттока капитала в офшоры по линии портфельных инвестиций составила 40% <sup>70</sup>.

Основные потоки капитала, такие как прямые иностранные инвестиции, кредиты и займы, а так же потоки, связанные с торговлей на фондовых рынках, в Россию и из России также идут транзитом через офшорные и спарринг-офшорные юрисдикции. Более половины внешней задолженности корпораций приходится на офшорные и спарринг-офшорные юрисдикции, за счет замещения прямых инвестиций кредитами, для страхования от инвестиционных рисков при помощи использования международного арбитража<sup>71</sup>.

Теперь рассмотрим более детально динамику трансграничных потоков капитала по видам. Дальнейшая динамика потоков капитала в работе в целях сопоставления будет рассматриваться с 2005 г. в связи с переходом Центрального банка на Методологию РБП 6 и наличием данных по этой методике на момент написания диссертационной работы лишь для периода после 2005 г.

**Прямые инвестиции.** В 2005 - начале 2008 гг. наблюдался устойчивый рост прямых инвестиций. Этому способствовали не только высокие цены на нефть и газ в этот период, но привлекательность российской экономики в связи с готовностью компаний к принятию иностранных инвестиций, ростом российского рынка и макроэкономической стабильностью<sup>72</sup>, способствовали такой динамике также либерализация финансовых рынков и создание специальных инструментов и особых экономических зон. Кроме того,

---

<sup>69</sup> Хейфец Б.А. Деофшоризация экономики: мировой опыт и российская специфика// Вопросы экономики. - 2013.- № 7.- с.29-48

<sup>70</sup> Головин М.Ю., Лобанов М.М. Инвестиционное взаимодействие России со странами « пояса соседства»// Российский внешнеэкономический вестник.- 2012.- №1.- с. 27

<sup>71</sup> Хейфец Б.А. Деофшоризация экономики: мировой опыт и российская специфика// Вопросы экономики. - 2013. - № 7. - с.29-48

<sup>72</sup> Степан Самсонов. Удвоение иностранных инвесторов//Газета.ru. - 2006. URL: [http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa\\_185735.shtml](http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa_185735.shtml) ( дата обращения: 03.01.2014)

диверсифицировалась и структура инвестиционных потоков, от вложений в газовые и нефтяные отрасли инвесторы переключились на другие сферы, такие как промышленность, строительство и т.д.<sup>73</sup>

График 1



Источник: расчеты автора по данным Банка России (cbr.ru)

Пик притока капитала по линии прямых инвестиций пришелся на I квартал 2007 г., когда объем принятых обязательств равнялся 12 млрд. долл. США, что объясняется значительно возросшим интересом иностранных инвесторов к российскому рынку, в частности, после снятия валютных ограничений, что облегчило проведение сделок по приобретению иностранными компаниями российских. Наиболее привлекательными для вложений были компании ТЭК (27 % прямых иностранных инвестиций), финансы (23% ПИИ) и компании энергетического сектора (15% ПИИ). Возросшие темпы иностранных вложений в 2007 г. обеспечили выход России на 3 место среди развивающихся стран и стран с формирующимися рынками по объемам прямых иностранных инвестиций<sup>74</sup>.

К концу 2008 г. они значительно сократились по сравнению с началом периода, хотя в отличие от других форм инвестиций во время кризиса, их сокращение не сопровождалось заметным оттоком капитала. Снижение объемов произошло за счет общего сокращения трансграничной активности, объем приобретенных активов за рубежом снизился, объем привлеченных средств сократился еще в большей степени. Превышение обязательств над активами обеспечило положительное значение сальдо прямых инвестиций, но в меньших объемах, чем в предыдущем квартале.

<sup>73</sup> Татьяна Панина. Стабфонд не священная корова. Евгений Примаков об инвестициях и нефтедолларах// Российская газета. - 2006. URL: <http://www.rg.ru/2006/05/30/primakov.html> ( дата обращения 03.01.2014)

<sup>74</sup> О.Кувшинова. В.Кашин, М.Шпигель. Россия догоняет Китай// Banki.ru. - 2008. URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=450068> ( дата обращения: 03.01.2014)

В 2010 – 2012 гг. динамика прямых инвестиций обуславливалась внутренними факторами, а также достаточно сильно зависела от развития событий в Европе, отток капитала был связан в том числе с событиями происходящими на европейском рынке. Во II квартале 2012 г. произошел отток средств, что в основном объяснялось ухудшением состояния экономики в Нидерландах, так как эта страна является вторым по величине партнером России в трансграничном движении капитала после Кипра<sup>75</sup>.

В I квартале 2013 г. отток капитала резко вырос. В начале 2013 г. капитал уходил за рубеж из-за значительного увеличения иностранных активов за счет роста инвестиций, обеспечивающих участие в капитале иностранных компаний, частными инвесторами. Такой резкий скачок в увеличении активов объясняется операцией по увеличению активов за счет продажи Alfa Petroleum Holdings Limited и OGIP Ventures Ltd 50% ТНК-ВР «Роснефти» от лица консорциума AAR, зарегистрированному на Виргинских островах.<sup>76</sup> В марте 2013 г. была окончательно закрыта сделка по приобретению «Роснефтью» ТНК-ВР за 16,65 млрд долл.<sup>77</sup><sup>78</sup>

Стоит отметить, что в два раза вырос и объем принятых перед нерезидентами обязательств. Объем привлеченных средств составил 39,36 млрд. долл., из которых 27,27 млрд. долл. приходилось на средства, обеспечивающие участие в капитале, а 12,09 млрд. долл. – на полученные под залог долговые финансовые инструменты. Такой рост был вызван привлечением иностранных средств «Роснефтью» для совершения сделки.

В целом, несмотря на значительное увеличение принятых обязательств, эти средства не смогли покрыть резкого увеличения приобретенных иностранных активов, что и обусловило чистый отток средств по линии прямых инвестиций.

Рост трансграничной активности и резкое увеличение валовых прямых инвестиций были вызваны не общим улучшением фундаментальных показателей экономики, а совершением крупной сделки, которая была отражена как в принятых обязательствах, так и в увеличении активов.

В 2014 г. чистое значение прямых инвестиций было отрицательным. Пик оттока капитала пришелся на IV квартал 2014 г. С III квартала 2014 г., в связи с введением санкций (более подробное описание которых см. ниже), начался процесс погашения внешних обязательств без возможности их рефинансирования. Хотя отток средств по

<sup>75</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

<sup>76</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-pryamyie-inostrannye-investicii-v-rossiyu-v-yanvare#ixzz2oVJtFENx> ( дата обращения:12.01.2014)

<sup>77</sup> «Роснефть» закрыла сделку по покупке ТНК-ВР//РБК daily. - 2013. URL: <http://rbcdaily.ru/industry/562949986331092> ( дата обращения: 02.03.2014)

<sup>78</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

линии прямых инвестиций был ниже, чем по остальным видам трансграничного движения капитала.

В 2015 г. существенно снизился валовой объем трансграничных операций с прямыми инвестициями. В чистых значениях наблюдался отток капитала по линии прямых инвестиций, хотя и в меньших объемах по сравнению с прошлым годом. В основном отток капитала происходил за счет увеличения активов. Несмотря на продолжающийся 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 объем оттока прямых инвестиций по сравнению с 2014 г.

**Портфельные инвестиции.** По сравнению с прямыми инвестициями, портфельные характеризуются большей скоростью оборачиваемости и более подвержены внешним шокам, в том числе, таким как резкая остановка и «разворот» потоков капитала. С точки зрения волатильности в период с 2005 по 2014 гг. портфельные и прямые инвестиции практически идентичны, стандартное отклонение этих двух видов инвестиций в период до кризиса было на уровне 5,6-5,7 млрд. долл., а после кризиса волатильность портфельных практически не изменилась, а вот прямых увеличилась до 7,2 млрд. долл.<sup>79</sup>

Данный факт также обуславливает подверженность портфельных инвестиций различным шокам. Именно за счет быстроты операций с ценными бумагами, классифицируемых как портфельные инвестиции, эти операции причисляют к краткосрочному спекулятивному движению капитала.

Наибольший удельный вес в активах российских портфельных инвестиций принадлежит операциям с долговыми ценными бумагами, поэтому их динамика в основном определяет поведение портфельных инвестиций в целом. Иная картина наблюдается при анализе поведения портфельных инвестиций со стороны обязательств. Здесь преобладали операции с долевыми ценными бумагами. Таким образом, уязвимым местом для российской экономики стал приток капитала через покупку акций нерезидентами<sup>80</sup>.

Отличительная особенность российских вложений за рубежом, возможно, связана с более низким уровнем риска на иностранных рынках, что снижает привлекательность акций, в силу меньшей, по сравнению с Россией, доходностью, поэтому российские

---

<sup>79</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

<sup>80</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

агенты предпочитают гарантированную отдачу от вложенных средств. Напротив, иностранные агенты активно покупают акции российских компаний и в меньшей степени - долговые ценные бумаги, что обусловлено, вероятнее всего, большей отдачей от вложенных средств, хотя после кризиса 2008 г. ситуация несколько изменилась.<sup>81</sup>

График 2



Источник: расчеты автора по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

На основе анализа данных можно выделить период «нагрева» экономики с III квартала 2006 г. по III квартал 2008 г., связанный с либерализацией потоков капитала в середине 2006 г. (см. график). Во II квартале 2007 г., также был зарегистрирован массовый приток инвестиций. Значительный объем средств был привлечен банками за счет ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале (6,3 млрд. долл.). Это было максимальное значение привлеченных банками средств по этой статье за весь рассматриваемый период (2005- 2013 гг.). В этот период произошло публичное размещение акций ВТБ и Сбербанка, что дало значительный прирост объемов обязательств банковского сектора. Кроме того имело место размещение на аукционах активов ЮКОСа<sup>82</sup>.

<sup>81</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

<sup>82</sup> Кунгуров С. Россия бьет рекорды по притоку капитала// Newsinfo. Национальная информационная группа. - 2007. URL : <http://www.newsinfo.ru/articles/2007-06-07/item/536115/> ( дата обращения: 15.01.2014)

Начало оттока портфельных инвестиций пришлось на III квартал 2008 г., а пик оттока на IV квартал 2008 г., когда он составил 21,18 млрд. долл. Отток произошел в основном из-за сокращения принятых обязательств, т.е. иностранные средства, которые были инвестированы в российские ценные бумаги, были выведены за рубеж в связи с кризисом ликвидности в странах - инвесторах.

Активную роль в оттоке капитала и последующем падении индекса сыграли нерезиденты, доля которых на фондовом рынке в первой половине 2008 г. составляла 39,7%<sup>83</sup>. Во время кризиса активность иностранных инвесторов снизилась. Так, к IV кварталу 2008 г. их доля на рынке акций Фондовой биржи ММВБ сократилась до 24,4%<sup>84</sup>.

В посткризисный период внимания заслуживает 2011 г., когда отток портфельных инвестиций и составил 11,8 млрд. долл., причем в основном за счет увеличения активов. Такая ситуация объяснялась деятельностью банков, которые стремились разместить свою излишнюю ликвидность в акции и облигации за рубежом. Снижение цен после кризиса на иностранные активы стимулировало рост их покупки российскими игроками<sup>85</sup>. Все это привело к увеличению оттока капитала в период с конца 2010 г. – 2011 г.

Значительный отток капитала в IV квартале 2013 г., вызвавший снижение фондового индекса, стал результатом действий иностранных инвесторов, которые начали избавляться от рискованных активов и реинвестировать средства в активы развитых стран, связанных с программой сокращения объемов покупки ФРС активов на 10 млрд. долл. (сворачивание программы QEIII). 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<sup>86</sup>. 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 и повлекло за собой продажу активов нерезидентами. Отток капитала вызвал падение курса рубля к основным валютам. А вот отток капитала в I квартале 2014 г. был обусловлен уже не экономическими факторами, а

---

<sup>83</sup> Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке – взгляд изнутри// Рынок ценных бумаг.- 2009. URL: <http://www.rcb.ru/bo/2009-02/22707/> (дата обращения: 15.01.2014)

<sup>84</sup> Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка// Деньги и кредит.- 2009.- №4.- с.12-24

<sup>85</sup> Юдаева К. Основные причины оттока капитала из России//Сбербанк. Центр макроэкономических исследований. - 2012. URL: [http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/ottok\\_kapitala\\_iz\\_rossii.pdf](http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/ottok_kapitala_iz_rossii.pdf) (дата обращения: 10.03.2014)

<sup>86</sup> Гайдаев В. Фондовый рынок начал год снижением//Коммерсант.ru. - 2014. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2382267> (дата обращения: 22.01.2015).

политическими. С начала негативных политических процессов на Украине (22 февраля) до референдума по присоединению Крыма к России (16 марта) индекс ММВБ потерял около 17%<sup>87</sup>. На фоне ожидавшегося осложнения состояния экономики (чему способствовал и отток капитала в предыдущем квартале) и возможных экономических санкций иностранные инвесторы вывели свои средства из акций компаний и государственных облигаций<sup>88</sup>. II квартал 2014 г. был относительно спокойным с точки зрения внешнеполитических факторов, на этом фоне отток капитала по линии портфельных инвестиций значительно снизился. Пик оттока капитала пришелся на III квартал 2014 г. Введенные в тот период финансовые санкции негативно сказались на ожиданиях иностранных инвесторов в отношении перспектив экономического состояния России, что выразилось в продаже российских ценных бумаг. Также введение в связи с санкциями ограничений на покупку долгосрочных и краткосрочных долговых ценных бумаг<sup>89</sup> снизило объем привлекаемых средств резидентами. Совокупный отток капитала по линии портфельных инвестиций составил 10,88 млрд. долл. В IV квартале отток сохранился, но в меньшем объеме, и составил 9,5 млрд. долл.

Начало 2015 г. ознаменовалось значительным оттоком капитала по линии портфельных инвестиций, который составил 14,4 млрд. долл., что превысило отток капитала в конце 2014 г. Это было связано со снижением в январе двумя рейтинговыми агентствами (S&P и Moody's) суверенного рейтинга России до спекулятивного, что спровоцировало продажу российских ценных бумаг. Во II квартале в связи с положительной тенденцией роста цены на нефть наблюдался чистый приток портфельных инвестиций, который вновь сменился оттоком в III–IV кварталах 2015 г. на фоне снижения цены на нефть и повышения ставок ФРС США, что опять спровоцировало продажу инвесторами ценных бумаг стран с формирующимися рынками, в том числе и России.

**Прочие инвестиции.** Как уже было сказано, статья «прочие инвестиции» является самой крупной в финансовом счете российского платежного баланса и представляет для нашего анализа наибольший интерес, так как включает те инструменты, которые наряду с портфельными инвестициями, но при большем объеме, повышают уязвимость

---

<sup>87</sup> Мур Э., Вигглесворт Р. Фондовый рынок России восстанавливается после падения в связи с кризисом на Украине// inoСМИ.ru. - 2014. URL: <http://inosmi.ru/world/20140611/220932706.html#ixzz3PYZxUDsV> (дата обращения: 21.01.2015)

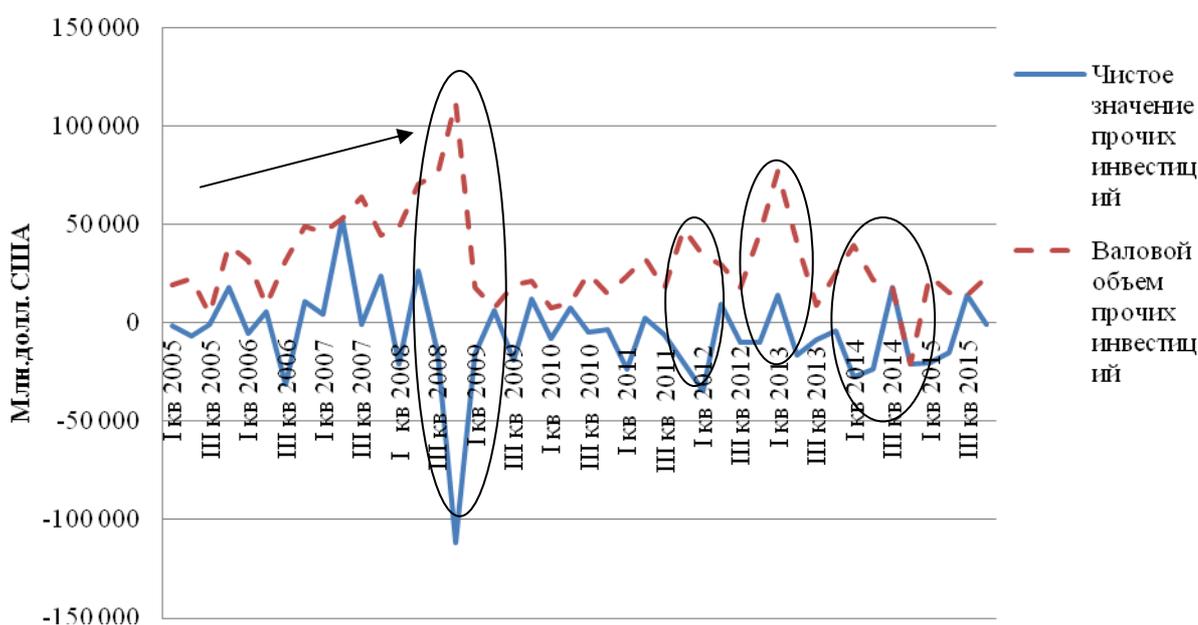
<sup>88</sup> Куденко А. Фондовый рынок РФ в 2013 году не дал заработать консерваторам// РИА Новости. - 2013. URL: <http://ria.ru/economy/20131224/986138616.html#ixzz3PTlbzpy3> ( дата обращения: 21.01.2015)

<sup>89</sup> Под действие финансовых санкций попали 6 крупных банков, а также компании нефтегазового сектора, металлургические компании и компании, связанные с ВПК; санкции против компаний включали в себя: запрет на торговлю облигациями сроком свыше 30 дней, запрет на выдачу кредитов сроком свыше 90 дней; санкции против банков включали в себя: запрет на выдачу кредитов сроком более 30 дней, запрет торговли ценными бумагами свыше 30 дней и облигациями

экономики к внешним факторам. Прочие инвестиции также являются и наиболее волатильными: в докризисный период уровень стандартного отклонения равнялся 20,8 млрд. долл., а с I квартала 2009 г. (без учета кризиса IV квартала 2008 г., так как значительный отток этого периода дает сильное смещение) - 13 млрд. долл.<sup>90</sup>

График 3

### Динамика валовых и чистых прочих инвестиций



Источник: расчеты автора по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

Начиная с 2005 г., шло постепенное наращивание объемов операций с прочими инвестициями, но с колебаниями, при этом с III квартала 2006 г. начался устойчивый рост, достигший максимума в IV квартале 2008 г.

Отдельного и детального рассмотрения заслуживает IV квартал 2008 г., т.к. именно на этот период пришелся пик глобального финансового кризиса, ознаменовавшийся резкой остановкой, а затем и последующим «разворотом» приходящего в экономику иностранного капитала, что отразилось в дефиците ликвидности в этот период. Самый значительный отток капитала из страны в 2008 г.

<sup>90</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

произошел именно по статье прочих инвестиций: он составил 112 млрд. долл. Наибольший отток произошел по линии иностранной валюты и депозитов в объеме 75,4 млрд. долл. На фоне негативных сигналов о динамике валютного курса в связи с кризисом начался процесс увеличения долларизации экономики. Экономические агенты в короткие сроки конвертировали рубли в иностранную валюту (увеличение активов на сумму 50, 6 млрд. долл.). Одновременно банки, в связи с нехваткой ликвидности, а также на фоне падения курса рубля к основным валютам, продавали свои валютные активы (погашение обязательств по иностранной валюте на сумму 24,5 млрд. долл.)

За счет трансграничных операций с иностранным капиталом и в связи с присутствием нерезидентов банковский сектор во время кризиса испытал дефицит ликвидности. Это сказалось на экономике страны в целом. Такому кризисному состоянию банковского сектора способствовала сложившаяся структура банковских заимствований. В основном, иностранный капитал привлекали банки, являющиеся дочерними организациями иностранных банков или банки со значительной долей иностранного участия. Основным источником капитализации дочерних банков – капитал материнского банка<sup>91</sup>. Поэтому такие банки на российском рынке характеризуются низким уровнем формирования пассивов банка за счет привлечения депозитов<sup>92</sup>. Из-за разницы межбанковских процентных ставок кредиты, выдаваемые такими банками на российском межбанковском рынке, были дешевле по сравнению со средними показателями на кредитном рынке, поэтому российские банки активно привлекали кредиты иностранных банков, размещая полученные средства на российском рынке под более высокие процентные ставки. Кредитная задолженность и обязательства по процентам покрывались за счет привлечения новых займов<sup>93,94</sup>.

Таким образом, следует отметить, что обязательства по прочим инвестициям оказались более чувствительными к изменению внешней конъюнктуры по сравнению с активами. В 2008 г. начали сокращаться объемы привлеченных средств, ушли иностранные средства со счетов в российских банках.

Значительные размеры оттока капитала в 2008 г. объяснялись одновременной покупкой активов за рубежом и значительным погашением обязательств. В IV квартале 2008 г. наряду с ростом активов, выразившемся в оттоке средств на счета в банках-

---

<sup>91</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

<sup>92</sup> Абалкина А.А. Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит. - 2010.- №28.- с.22-29

<sup>93</sup> Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России // Международная экономика. - 2010.- №3. - с.5-12

<sup>94</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

нерезидентах, притоке наличной иностранной валюты и увеличении выдаваемых ссуд и займов, резко сократились и обязательства, в основном за счет погашения внешней задолженности и вывода средств нерезидентов со счетов в банках. Увеличение активов не покрывалось приходящими в страну средствами. Так, если раньше увеличение активов компенсировалось увеличением обязательств, или как минимум на рост активов на 2-2,5 долл. сопровождался ростом обязательств на 1 долл., то в IV квартале 2008 г., получилось, что на 3 долл. роста активов пришлось снижение обязательств на 1долл. В результате и образовалась «дыра» в финансовом счете. И хотя в начале 2009 г. для компенсации потерь, связанных с кризисом, активы, выведенные резидентами за рубеж, начали возвращаться, это не помогло<sup>95</sup>.

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>96</sup>.

В конце 2011 г. – начале 2012 г. значительный отток капитала по линии прочих инвестиций был связан с возросшей нестабильностью мировых рынков, особенно европейского в связи с кризисом, а также снижением цен на энергоносители. Общая неопределенность на мировых рынках снизила интерес инвесторов - нерезидентов к вложениям в иностранные активы, в частности активы стран БРИКС. Нехватка ликвидности на европейских рынках привела к оттоку капитала из стран с развивающимися рынками, в том числе из России.

Резкое увеличение притока капитала по линии «прочих инвестиций» в начале 2013 г. произошло из-за проведения 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.

2014 г. начался значительным оттоком капитала, практически в 6 раз превышающим отток конца 2013 г. Основной причиной этого стали события на Украине с конца февраля - конца марта. Основной статьей оттока капитала по линии приобретения активов в I квартале 2014 г. стала «Наличная иностранная валюта». Таким образом, основной отток был за конвертации рублей в иностранную валюту, что было обусловлено

---

<sup>95</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

<sup>96</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

ожиданиями экономических агентов в отношении падения курса рубля не за счет экономических факторов, как это было в конце 2013 г., а за счет политических. Валюты было приобретено на 19,5 млрд. долл. против 2,6 млрд. в предыдущем квартале, что и обеспечило отрицательное значение чистых прочих инвестиций. При этом ожидания в отношении падения курса рубля и последующая долларизация лишь подтолкнули падение. Сократился и объем обязательств. На фоне нестабильной политической ситуации и ожиданий введения санкций иностранные инвесторы практически прекратили кредитование российских компаний. 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 текущих счетов и закрывать депозитные счета.

Таблица 3

**Прочие инвестиции, обязательства**

Млн. долл. США	I кв. 2014 г.	II кв. 2014 г.	III кв. 2014 г.	IV кв. 2014 г.	I кв.2015 г.	II кв. 2015 г.
Текущие счета и депозиты	-228	-4 449	-6 799	-8 645	-13 069	-5 537
Ссуды и займы	5 348	-882	18	-13 310	-6 397	-4 999

Источник: Центральный Банк РФ ( cbr.ru)

Во-вторых, погашались обязательства по ранее взятым ссудам и займам, пик погашения по которым пришел на IV квартал 2014 г. (в основном декабрь).

Также значительный объем чистого оттока капитала по линии прочих инвестиций пришелся на I квартал 2015 г. и составил 20,1 млрд. долл. США, что сопоставимо по объемам с оттоком в IV квартале 2014 г. В основном отток шел за счет погашаемых обязательств по статьям «ссуды и займы», а также « текущие счета и депозиты». На фоне укрепляющегося рубля, стала продаваться наличная иностранная валюта, что было отражено в соответствующей статье платежного баланса, сокращение активов составило 10,1 млрд. долл. США. Но, несмотря на такое уменьшение активов, это не компенсировало значительного оттока по обязательствам. В последующие кварталы отток капитала по линии прочих инвестиций снижался.

Трансграничные потоки капитала по мере либерализации движения капитала в России и интеграции с мировыми финансовыми рынками представляют собой в некоторой степени индикаторы происходящих в экономике событий. Анализ трансграничного движения капитала и оценка инвестиционной активности, как

резидентов, так и нерезидентов, осложняется в силу наличия значительной доли офшорного движения капитала. Прямые инвестиции являются наименее чувствительными к внешним и внутренним факторам, и реагируют изменением динамики в потоках в меньшей степени, чем портфельные и прочие инвестиции. Самыми сильными шоками для прямых инвестиций за анализируемый период были крупные сделки купли-продажи крупных компаний, а также турбулентность на рынках стран – основных офшоров. На динамику прямых инвестиций повлияли также развитие и расширение российского рынка и макроэкономическая стабильность, последующее снятие валютных ограничений в 2006 г., финансовый кризис 2008 -2009 гг., введенные в 2014 г. в отношении России финансовые санкции

Портфельные инвестиции в основном отражают динамику трансграничного движения краткосрочного капитала и больше всего по сравнению с другими видами инвестиций реагируют на внешние шоки. Этому способствует в основном наличие достаточно высокой доли нерезидентов на российском фондовом рынке. Таким образом, нестабильность на внешних рынках или негативные известия о состоянии российского рынка или ожидания негативных событий (не говоря уже о самих событиях) приводят к продаже активов нерезидентами, сжатию фондового рынка, что оказывает влияние уже на остальные монетарные показатели, самым важным из которых и быстро реагирующим на такие колебания является валютный курс. Примерами такой значительной реакции портфельных инвестиций является вывод средств нерезидентов в острую фазу кризиса 2008 г., а также в конце 2013 – начале 2014 гг., когда на фондовый рынок, и впоследствии на валютный курс, оказала влияние продажа активов нерезидентами в связи с сворачиванием программы количественного смягчения, а затем - негативные ожидания нерезидентов в связи с политической ситуацией вокруг Украины. В III-IV кварталах 2014 г. основным шоком для трансграничного движения портфельных инвестиций, спровоцировавшим отток капитала, стало введение финансовых санкций против России. Стоит отметить, что в отличие от прочих шоков, данный шок является не краткосрочным, а длительным, оказывающим воздействие на трансграничное движение капитала до сих пор.

Отсутствие механизмов регулирования движения краткосрочного спекулятивного капитала делает нашу экономику уязвимой перед внешними шоками, которые порой выражаются лишь в ожиданиях нерезидентов. Более того, такая волатильность потоков портфельных инвестиций говорит о недостаточной развитости фондового рынка.

Самой крупной статьей финансового счета платежного баланса является статья « прочие инвестиции». Основное влияние на динамику прочих инвестиций оказали

следующие факторы: «нагревание» экономики в 2006 г.- середине 2008 г., финансовый кризис 2008-2009 гг., экономические события в Европе в 2012 г., связанные с кризисом суверенного долга, финансирование сделки «Роснефть» – ТНК-ВР в начале 2013 г., введение в отношении России финансовых санкций в 2014 г., пик погашения внешнего долга в конце 2014 – начале 2015 г. без возможности рефинансирования долга за счет внешнего кредитования. В силу своего масштаба любые шоки движения этого вида инвестиций наносит вред в первую очередь такому важному сектору как банковский. Отсутствие инструментария контроля и предотвращения кризисных колебаний потоков прочих инвестиций также осложняет проведение стабилизирующей денежно-кредитной политики.

Трансграничные потоки капитала являются индикаторами изменения состояния экономики под действием тех или иных событий. По изменению динамики тех или иных видов инвестиционных потоков можно сделать вывод о том, что произошло в экономике.

Но самое важное, что трансграничные потоки капитала не только реагируют на шоки, но и сами являются переносчиками внешних шоков в российскую экономику, оказывая влияние на финансовые рынки России и основные показатели денежно-кредитной сферы страны.

## **2.2. Влияние трансграничного движения капитала на финансовые рынки России**

Трансграничное движение капитала оказывает влияние на банковскую систему и финансовые рынки. Внешние шоки, вызывающие изменение направления потоков капитала, могут вызвать значительные сдвиги в функционировании денежно-кредитной сферы страны, которые, в свою очередь, через трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики могут распространиться на остальные важные сферы экономики.

Трансграничное движение капитала оказывает влияние на все сегменты финансового рынка. Портфельные инвестиции в основном проходят через рынок ценных бумаг. Основными индикаторами, с помощью которых можно отследить влияние потоков трансграничного капитала, выступают фондовый индекс и индекс цен облигаций. Движение капитала влияет также на валютный рынок, где в качестве основного анализируемого нами индикатора выступают валютный курс рубля к доллару и евро. В последнее время все больше операций трансграничного характера производится на рынке финансовых деривативов. В качестве ключевого для анализа мы выбрали рынок

кредитования, индикаторами состояния которого выступают ставка по кредитам и межбанковская процентная ставка.

### Рынок ценных бумаг

Состояние российского фондового рынка отражает динамика индекса РТС (см. График 4).

График 4

Динамика фондового индекса РТС (1995-2015)



Источник: Финанс.ру ([www.finam.ru](http://www.finam.ru)) (ежемесячные данные).

В 1995-2015 гг. на российском фондовом рынке рыночная капитализация прошедших листинг компаний возросла в несколько раз. В несколько раз увеличились трансграничные операции с российскими ценными бумагами, что говорит об увеличении интеграции российского фондового рынка с мировым.

Таблица 4

Объем трансграничных операций с обязательствами по портфельным инвестициям, млрд. долл.

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
-0,738	4,583	45,931	8,875	-1,199	-9,922	-0,730	3,756	-2,328	4,406	
2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
-0,776	10,21	15,393	-27,916	8,716	1,948	-5,44	19,312	0,748	-23,203	-12 672

Источник: Центральный Банк РФ

\* до 2005 года данные соответствуют методологии составления платежного баланса РПБ 5, с 2006 – РПБ 6  
 Источник: расчеты на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Динамика уровня рыночной капитализации фондового рынка России ведет себя аналогично динамике трансграничной активности с обязательствами по портфельным инвестициям, при этом уровень капитализации российских компаний до кризиса 2008 г. примерно равнялся среднемировому значению. Однако во время кризиса 2008-2009 гг.

именно российский фондовый рынок продемонстрировал одно из наиболее ощутимых и болезненных падений.

Интеграция российского фондового рынка в мировой открыла доступ иностранным инвесторам для вложений в ценные бумаги российских компаний. В предкризисный период спрэд 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. Немаловажную роль в оценке прибыльности российского рынка сыграла и теория декаплинга<sup>97</sup>, согласно которой развивающиеся рынки представляют собой более устойчивые и перспективные рынки, особенно в условиях финансового кризиса. Однако, рост фондового рынка России в основном происходил за счет внешних инвесторов. Так, из общего уровня рыночной капитализации в 2007 г. из 1,5 трлн. долл. на активы российских инвестиционных фондов приходилось лишь 800 млрд. долл.<sup>98</sup>. При этом, остальная часть капитализации состояла из активов иностранных инвесторов, которые относились к классу краткосрочного спекулятивного капитала. Поэтому кризис, который начался в развитых странах, привел к тому, что иностранные инвесторы быстро вывели свой краткосрочный капитал с фондового рынка России. Так, в IV квартале 2008 г. объем капитализации снизился до 0.4 трлн. долл.<sup>99</sup>. Таким образом, слабым звеном, через которое внешние шоки оказывали влияние на фондовый рынок России, стали тогда инвесторы-нерезиденты. В январе 2007 г. доля операций, проводимых нерезидентами, в биржевом брутто-обороте, составляла 22,7%, а уже в августе 2008 г. она достигла 39,7%<sup>100</sup>. Зависимость от подобных операций, в докризисный период сделала вывод средств нерезидентов во время кризиса болезненным ударом по фондовому рынку России. Во время кризиса активность иностранных инвесторов на фондовом рынке существенно снизилась. Так, если в III квартале 2008 г. доля операций с нерезидентами на рынке акций Фондовой биржи ММВБ составляла 38,8% , то в IV квартале 2008 г. она упала до 24,4 %<sup>101</sup>.

После кризиса в 2009 г. рыночная капитализация выросла и составила уже 0.8 трлн. долл., в 2010 г. объем капитализации достиг максимального значения за посткризисный период в 1 трлн. долл., после чего в 2011- 2012 гг. рыночная

---

<sup>97</sup> Столяров А. Кризис российского фондового рынка в 2008 году - внешний вирус? //Рынок ценных бумаг. Депозитариум. – 2009.- № 1. URL: [http://www.rcb.ru/dep/2009-01/22697/?phrase\\_id=](http://www.rcb.ru/dep/2009-01/22697/?phrase_id=)

<sup>98</sup> там же.

<sup>99</sup> По данным Всемирного Банка (URL: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org))

<sup>100</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/>

<sup>101</sup> Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка.//Деньги и кредит. – 2009.- № 4.- с.19

капитализация держалась на уровне 2009 г. После кризиса стала вновь расти доля операций нерезидентов в суммарном обороте вторичных торгов акциями.

Таблица 5

**Доля операций нерезидентов в суммарном обороте вторичных торгов акциями**

2010 г.	2011 г.	2012 г.
30%	32%	37%

Источник данных: НАУФОР ([www.naufor.ru](http://www.naufor.ru))

Рост доли нерезидентов на вторичном рынке акций в 2012 г. сменился падением. Их доля в 2012 г. колебалась от 12 % до 21%. Первое полугодие 2013 г. характеризовалось чистым оттоком иностранного капитала с фондового рынка России, хотя доля операций нерезидентов на рынке акций выросла по сравнению с 2012 г. и составила 39%.

Отток иностранного капитала коснулся и рынка корпоративных облигаций. Иностранные инвесторы активно продавали ценные бумаги. Доля операций на вторичном рынке с корпоративными облигациями, проводимых нерезидентами, была достаточно низкой и колебалась от 12% до 15.5%<sup>102</sup>.

Вторая проблема российского фондового рынка, делающая его уязвимым перед внешними шоками, - это высокая доля внешнего заимствования резидентами. В силу недостаточного развития внутреннего финансового рынка национальные инвесторы крайне мало заимствовали внутри страны. Поэтому многие из них прибегали к увеличению обязательств перед иностранными кредиторами. Так, например, во время кризиса 2008 г. внутренним заемщикам пришлось возвращать ранее привлеченные средства. В итоге произошел отток капитала, в основном краткосрочного, по двум каналам: вывод ранее вложенных средств нерезидентами и возврат ранее привлеченных резидентами у нерезидентов.

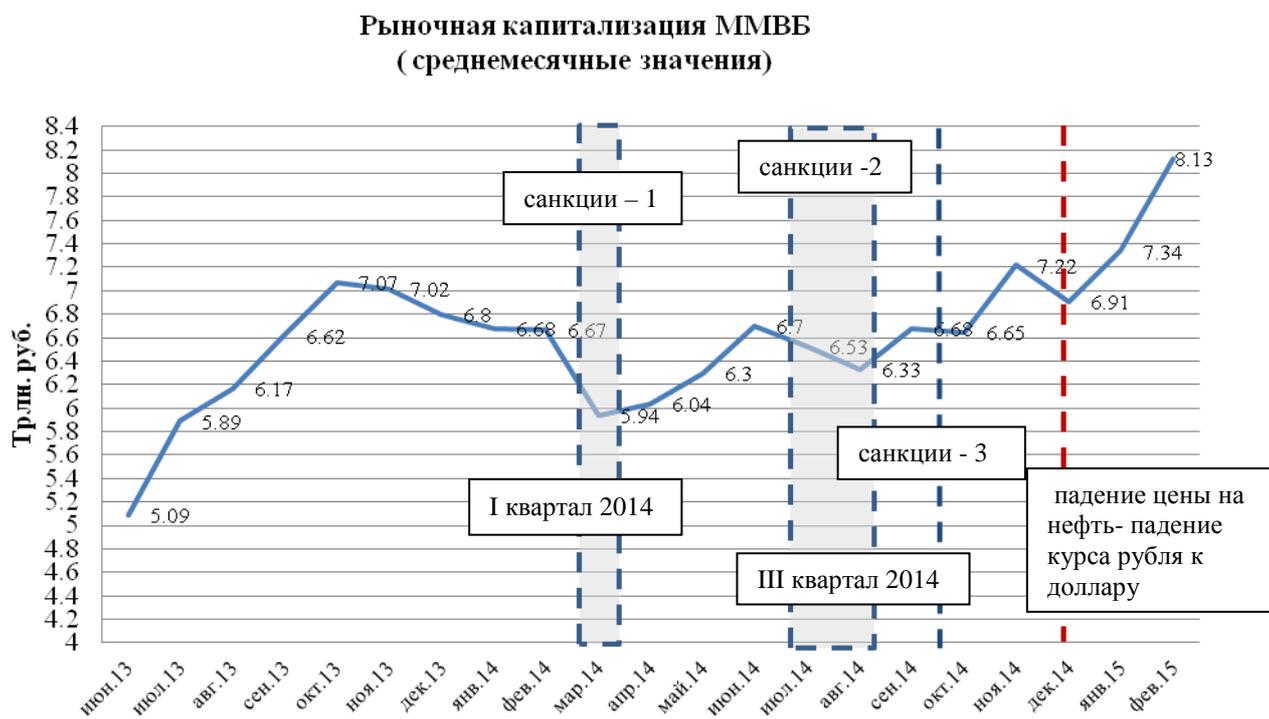
Отток иностранного капитала в первой половине 2013 г. был обусловлен двумя факторами: снижением цены на нефть в I квартале 2013 г. и анонсированием сворачивания программы количественного смягчения в США в II квартале 2013 г. Увеличение ликвидности при проведении программы количественного смягчения привело к росту инвестиций в активы стран с развивающимися рынками, в частности России. Так, приток иностранного капитала вызвал увеличение капитализации и рост стоимости ценных бумаг. А в 2013 г. пошел обратный процесс, иностранный капитал стал уходить, что имело существенное влияние на рынок ценных бумаг России. Отток капитала вызвал

<sup>102</sup>Департамент исследований и информации Банка России. Обзор финансового рынка. ( Годовые обзоры за 2010, 2011,2012, Первое полугодие 2013 года)

падение индекса ММВБ, снижение уровня ликвидности на рынке, и впоследствии ослабление курса рубля к бивалютной корзине.

Существенным для фондового рынка России оказался отток капитала в связи с событиями 2014 г. Первым негативным сигналом 2014 г. для рынка стало решение о присоединении Крыма к России по итогам проведенного 16 марта референдума. Тогда, опасаясь политических последствий, иностранные инвесторы стали продавать ценные бумаги. Согласно данным платежного баланса по линии портфельных инвестиций было погашено обязательств в I квартале 2014 г. в объеме 12,37 млрд. долл. (примерно 0,43 трлн. руб. по среднему курсу рубля к доллару за данный период), основные из которых были выведены за границу в марте. Это сказалось и на фондовом рынке Московской биржи. Так уровень капитализации в марте снизился по сравнению с февралем (конец марта к концу февраля) на 0,4 трлн. руб. Пик падения индекса ММВБ и капитализации пришелся на 14 марта 2014 г.

График 5



Источник данных: Финам (*finam.ru*)

Второй блок санкций, носивших секторальный характер (в том числе и финансовых), был введен в конце июля. Это вызвало очередную волну продаж иностранцами российских ценных бумаг. Снижение обязательств по портфельным инвестициям в III квартале 2014 г. составило 8,6 млрд. долл. (311,15 млрд. руб. по среднему курсу рубля к доллару за данный период). Уровень рыночной капитализации снизился до 6,53 трлн. руб. в августе, на 200 млрд. руб. по сравнению с июлем. Пик падения капитализации пришелся на 7 августа 2014 г.

А вот усиление 12 сентября финансовых санкций, ограничивающих возможности рефинансирования некоторых крупных компаний и банков, не оказало значимого влияния на фондовый рынок ММВБ. Капитализация листинговых компаний сократилась лишь с 6,68 до 6,65 трлн. руб.

Поведению рыночной капитализации и, соответственно, индекса ММВБ в декабре 2014 г. способствовало несколько факторов. Отток капитала, в частности из-за погашения внешнего долга, и падение цены на нефть вызвали значительное падение курса рубля к доллару. Внутренняя и внешняя нестабильность, а также переоценка внешнего долга с учетом нового курса (рост стоимости внешнего долга) вызвали снижение стоимости листинговых компаний, отражением чего и стало падение уровня капитализации фондового рынка с 7.22 до 6.91 трлн. руб. и, соответственно, снижение индекса ММВБ.

Последующее падение фондового рынка России в 2015 г. также было связано с поведением нерезидентов. В связи со снижением в январе суверенного рейтинга России двумя рейтинговыми агентствами (S&P и Moody's) до спекулятивного нерезиденты начали продавать российские ценные бумаги. И несмотря на смягчение денежно-кредитной политики ЦБ РФ, которое привело к снижению доходностей облигаций, а также снижение премий по кредитно-дефолтным свопам (CDS) на государственный долг РФ, был зарегистрирован существенный отток спекулятивного капитала с фондового рынка России как из долевого, так и из долгового ценных бумаг.

Таблица 6

Портфельные инвестиции млн. долл. США	I кв. 2014	II кв. 2014	III кв. 2014	IV кв. 2014	I кв. 2015	II кв. 2015	III кв. 2015	IV кв. 2015
Чистое принятие обязательств	-335	-8 111	-2 408	-23 203	-9 415	1 693	-2 046	-2 905
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	-1 793	-4 901	-384	-12 966	-2 172	42	-591	-2 821
Долговые ценные бумаги	1 458	-3 210	-2 024	-10 237	-7 242	1 651	-1 455	-84
Органы государственного управления	1 930	-3 895	-509	-8 800	-7 703	2 226	-1 434	52
Долгосрочные	1 930	-3 895	-509	-8 800	-7 703	2 226	-1 434	52

Снижение индекса фондового рынка России из-за оттока капитала в 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.

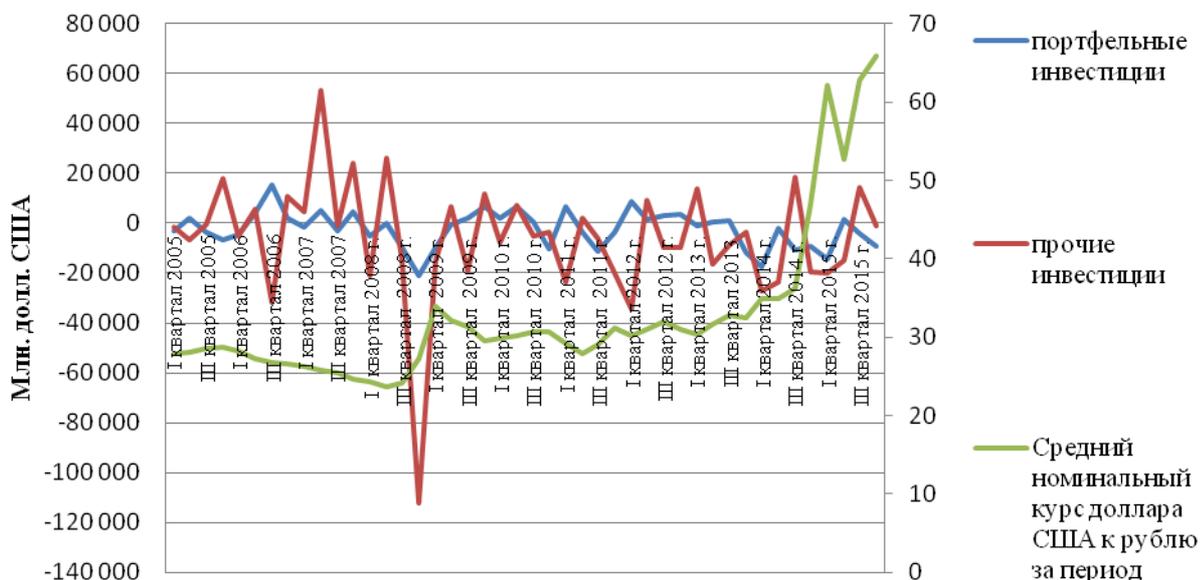
Влияние трансграничных потоков капитала на фондовый рынок затрудняет действие также и трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики через канал стоимости активов, что будет рассмотрено нами подробнее далее в данной главе. Самое осязаемое влияние трансграничные потоки капитала, влияющие на поведение индексов фондовой биржи, оказывают на динамику валютного курса.

### Валютный рынок

В контексте темы работы важно выяснить, как трансграничные потоки капитала влияют на динамику валютного курса рубля к доллару и евро. Анализ будет проведен за период с 2005 по 2015 гг., из-за отсутствия сопоставимых данных.

График 6

Валютный курс доллара США к рублю и потоки капитала



Источник: Центральный банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

В целом период с 2005 г. по III квартал 2008 г. характеризовался чистым притоком капитала в страну и ростом цены на нефть, которые приводили к укреплению рубля. При этом надо отметить, что влияние это было сглажено проведением интервенций Банком России.

Отток капитала в IV квартале 2008 г. в результате глобального финансового кризиса и снижение цен на нефть привели к снижению курса рубля. Его падение составило 12% по сравнению с III кварталом. При этом за счет роста курса доллара к евро, курс рубля к евро укрепился на 1,4%. Стоимость бивалютной корзины сократилась на 5 %.

Для сдерживания резкого падения курса рубля монетарные власти использовали международные резервы. За IV квартал международные валютные резервы уменьшились на 131,1 млрд. долл. Были также уменьшены средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Либерализация движения капитала повлияла на соотношение операций с валютами между внешними и внутренними агентами сделок. Так, если до 2006 г. на валютном рынке Forex соотношение трансграничных сделок (резидентов с нерезидентами) и сделок внутренних (резидентов с резидентами) было 67% к 33%, то после снятия ограничений на движение капитала соотношение примерно стало равным, при этом сделки с нерезидентами в основном проходили в секторе евро/доллар, а в секторах евро/рубль и доллар/рубль основными участниками выступали агенты внутреннего рынка<sup>103</sup>. Кризис вызвал уменьшение трансграничных потоков капитала, что привело к снижению активности нерезидентов на валютном рынке.

В 2009 г. валютный рынок России начал преодолевать последствия мирового финансового кризиса, хотя еще сохранялась напряженная ситуация в связи с низким значением цены на энергоносители и нестабильной ситуацией на мировых финансовых рынках. Расширение потоков международного капитала сопровождалось продолжающимся недостатком ликвидности в совокупности с сужением кредитного канала на мировых рынках для резидентов РФ<sup>104</sup>.

Пик падения курсов рубля к евро и доллару пришелся на I квартал 2009 г. и составил 24% по сравнению с предыдущим кварталом. Но после непродолжительного периода восстановления на валютный курс оказал влияние европейский кризис, снижение цены на нефть и отток капитала, но уже преимущественно европейского.<sup>105</sup>

В целом стоит отметить, что с декабря 2009 г. по декабрь 2013 г. реальные курсы рубля к евро и доллару упали.

*Таблица 7*

**Динамика реального курса рубля к евро и реального курса рубля к доллару.**

	2010	2011	2012	2013
Рост реального курса рубля к евро (декабрь к декабрю прошлого года)	15%	2%	-4%	-2,9%
Рост реального курса рубля к доллару (декабрь к декабрю прошлого года)	7%	1%	-4%	-3%

<sup>103</sup> Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка. Деньги и кредит. - 2009.- №4.- с.12-24

<sup>104</sup> Богатова И.Э. Влияние европейского долгового кризиса на валютный рынок России через трансграничное движение капитала// Проблемы прогнозирования.-2014.-№5.-с.93-99

<sup>105</sup> Центральный банк РФ. <http://www.cbr.ru>

*Источник: Обзор финансового рынка. Годовые обзоры за 2010 год, 2011 год, 2012 г., 2013 г.*

В I квартале 2009 г., под давлением притока спекулятивного капитала, происходило укрепление национальной валюты по отношению к бивалютной корзине, однако со второй половины 2009 г. усилилось беспокойство инвесторов по поводу возможного кризиса государственных заимствований в ряде европейских стран. Весной 2010 г. наступил кризис суверенных долгов европейских стран, проявившийся в угрозе дефолта Греции и ряда стран ЕС<sup>106</sup>.

В марте 2010 г. правительство Греции приняло решение о проведении мер жесткой экономии, что повлекло массовые забастовки. К концу апреля Греция попросила ЕС и МВФ о выдаче первоначального займа, а несколькими днями позже рейтинговое агентство S&P понизило рейтинг греческих государственных облигаций. На фоне негативных известий о состоянии европейской экономики на валютном рынке России произошло снижение спроса на европейскую валюту. Так, объем общего среднего дневного оборота валют по межбанковским кассовым конверсионным операциям с евро в апреле снизился по сравнению с предыдущим месяцем на 6% и составил 12,37 млн. долл.<sup>107</sup>

Номинальный курс рубля к евро в апреле 2010 г. вырос на 14,3% по сравнению с предыдущим месяцем, а реальный курс – 9,5%. Бивалютная корзина характеризовалась укреплением курса рубля по отношению к валютам, в апреле по сравнению с мартом она составила примерно 2%, а в мае по сравнению с мартом – 1%. Для снижения курса Центробанк РФ (Банк России) проводил интервенции на валютном рынке в виде покупки иностранной валюты. На фоне положительных новостей о согласии ЕС и МВФ предоставить Греции 110 млрд. долл. курс рубля к евро укрепился, несмотря на снижение цены на нефть<sup>108</sup>.

Тяжелая ситуация в Европе, сказавшаяся на российской экономике в 2011 г.: был зафиксирован значительный отток европейского капитала. Это в совокупности со снижением цены на нефть повлияло на падении курса рубля к евро и способствовало увеличению объемов интервенций, проводимых Банком России. Следует отметить, что валютные интервенции Банка России были направлены в основном на поддержание стабильного курса рубля к доллару. Объем операций, проводимых с долларом, во много раз превышает объемы операций с евро, за исключением двух случаев: в мае 2010 и июле 2011 г. Банку России пришлось проводить масштабные интервенции (1063,96 млн. долл. и

---

<sup>106</sup> Богатова И.Э. Влияние европейского долгового кризиса на валютный рынок России через трансграничное движение капитала// Проблемы прогнозирования.-2014.-№5.-с.93-99

<sup>107</sup> Там же.

<sup>108</sup> Там же.

1003,80 млн. долл. соответственно). Объем покупки европейской валюты в те периоды втрое превысил обычный уровень. Это было связано с позитивными новостями о предоставлении финансовой помощи Греции в виде среднесрочных кредитов в размере 110 млрд. евро в мае 2010 г. и 159 млрд. в июле 2011 г.

В рамках управляемого плавающего валютного курса Банку России пришлось провести ряд мер по интервенциям на валютном рынке, чтобы удержать валюту в рамках заданного валютного коридора.

В 2012 г. происходили аналогичные события, вызвавшие колебания цены на нефть и соответствующие отклики со стороны валютных курсов. Наиболее существенным событием на валютном рынке России оказалось снижение цены на нефть до 95,2 долл./барр., вызвавшее падение курса рубля к доллару и евро<sup>109</sup>.

В 2013 г. выделяется март, когда в связи с информацией о плачевном состоянии Кипра после требования ввести налог на депозиты европейская валюта обесценилась, что вызвало временное укрепление курса рубля к евро. В II-IV кварталах 2013 г. валютный курс рубля к доллару и к евро падал из-за действий иностранных инвесторов, выводящих средства, в основном в виде портфельных инвестиций, с российской фондовой биржи в ожидании ухудшения состояния российской экономики (из-за падения цены на нефть) и в связи с анонсированием сворачивания политики количественного смягчения в США.

В марте 2014 г. в связи с положительным решением о присоединении Крыма к России на референдуме иностранные инвесторы начали выводить капитал с фондового рынка России, отток капитала и снижение цены на нефть оказали давление на курс рубля с сторону его понижения. Во второй половине 2014 г. цена на нефть начала падать, с июня по декабрь 2014 г. цена упала с 111,73 до 63 долл. долл. за баррель. Введенные санкции привели к увеличению объемов погашения обязательств в иностранной валюте банковским сектором перед юридическими лицами, в частности к значительному выводу иностранной валюты иностранными дочерними банками на фоне ожиданий в отношении ужесточения финансовых санкций. На конец 2014 г. пришелся пик погашения внешнего долга и, соответственно, повышение спроса на иностранную валюту в условиях ее дефицита на валютном рынке и отсутствия возможности рефинансирования долгосрочных обязательств. На фоне введенных санкций, ограничивающих приток капитала за счет увеличения принятых резидентами обязательств, нерезиденты существенно сократили инвестиции в Россию. Таким образом, при увеличивающемся оттоке капитала, произошла резкая «остановка» притока капитала. Все эти факторы привели в резкому падению курса

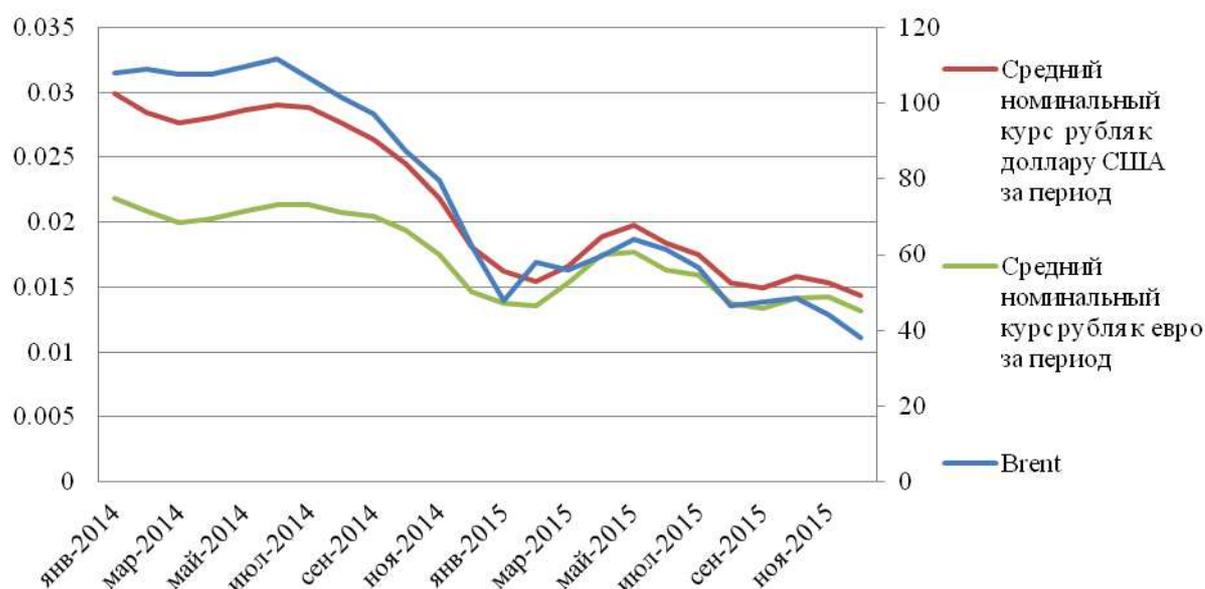
---

<sup>109</sup> Там же.

рубля к доллару, за июнь – декабрь 2014 г. курс упал с 34 руб./долл. до 62 руб./долл. Последующие девальвационные ожидания населения и спекулятивные атаки на курс привели к еще большему его падению.

График 7

Динамика цены на нефть ( Brent) и валютных курсов (2014-2015 гг.)



Источник: U.S. Energy Information Administration (<http://www.eia.gov>), Центральный Банк РФ ([cbr.ru](http://cbr.ru)); левая шкала – курс рубля к доллару и евро, правая шкала – цена на нефть марки Brent.

В начале 2015 г. динамика валютного курса рубля к доллару и евро была подвержена колебаниям трансграничного движения капитала, связанного с действиями нерезидентов на фондовом рынке и погашением внешнего долга. С марта по май 2015 г. укреплению курса способствовал приток капитала по линии портфельных инвестиций, вызванный покупкой нерезидентами резко подешевевших российских активов. В последующие периоды, валютный курс определялся в основном поведением цены на нефть.

Как видно из проведенного выше анализа, на валютный курс воздействуют различные факторы, но оценить количественно это влияние достаточно трудно. Для решения этой задачи представляется целесообразным построить эконометрическую модель для оценки влияния различных факторов на валютный курс. В построении модели и при выборе набора объясняющих показателей брались структурные модели: модель с гибкими ценами Френкеля-Билсона, модель с жесткими ценами Дорнбуша – Франкеля, модель с жесткими ценами с введением торгового баланса Хупера-Мортонна.

Основной же моделью стала поведенческая модель валютного курса (BEER). Все эти модели были подробно описаны нами в первой главе.

На основании вышеперечисленных моделей и применяя монетарную теорию, описывающую факторы, влияющие на валютный курс, можно выделить следующие переменные, определяющие динамику валютного курса:

- отношение денежного предложения (агрегаты M2) в России и США
- отношение ВВП России и США
- отношение краткосрочных процентных ставок в России и США
- отношение внешнего долга России к ВВП
- уровень краткосрочных процентных ставок по ГКО-ОФЗ в качестве показателей уровня риска страны
- сальдо счета текущих операций России и США
- цена на нефть марки Brent
- интервенции ЦБ РФ на валютном рынке
- изменение резервных активов
- потоки трансграничного капитала по типам в разбивке на активы и пассивы (прямые инвестиции, портфельные, прочие, финансовые деривативы).

В регрессионном уравнении использовались квартальные данные за период 2005-2013 гг. Прежде, чем приступить к работе с данными, необходимо провести некоторые преобразования. Все показатели измеряются в разных величинах, соответственно на первом шаге необходимо было привести их к единой шкале. Для преобразования показателей была использована (с некоторыми методологическими допущениями) формула унификации показателей<sup>110</sup>:

$$\tilde{x} = \frac{x - x_{\min}}{x_{\max} - x_{\min}} \cdot N, \quad \text{где } N=100$$

Применение данного унифицирования позволило также избежать трудностей с преобразованием показателей, ряд которых имеет как положительные, так и отрицательные значения.

Все переменные были проверены на наличие сезонности и стационарность. Сезонность была устранена для показателя инфляции (ВВП и показатель денежного предложения были взяты из источников с сезонной корректировкой). Ко всем показателям был применен расширенный тест Дикки-Фуллера на выявление наличия единичного корня. Нестационарность была устранена путем взятия первой разности.

---

<sup>110</sup> Айвазян С.А. К методологии измерения синтетических категорий качества жизни населения. Экономика и математические методы.-2003.- т.39.- № 2.- С.33-53

Все показатели входят в модель в виде логарифмов, что облегчает интерпретацию коэффициентов как показателей эластичности изменения валютного курса по объясняющим переменным. Логарифм отношений показателей дает возможность замоделировать процентный дифференциал двух стран (итоговый набор показателей см. в Приложении 1).

Таким образом, можем записать уравнение со всеми факторами, которые согласно теории могут оказывать влияние на динамику валютного курса (в качестве объясняемой переменной выступает номинальный валютный курс, ед. рублей за 1 доллар):

Валютный курс =  $c_0 + c_1 \cdot \log(\text{денежный агрегат М2\_РФ} / \text{денежный агрегат М2\_США}) + c_2 \cdot \log(\text{ВВП\_РФ} / \text{ВВП\_США}) + c_3 \cdot \log(\text{краткосрочная межбанковская процентная ставка\_РФ} / \text{краткосрочная межбанковская процентная ставка\_США}) + c_4 \cdot \log(\text{ИПЦ\_РФ} / \text{ИПЦ\_США}) + c_5 \cdot \log(\text{внешний долг РФ}) + c_6 \cdot \log(\text{ставки ГКО ОФЗ}) + c_7 \cdot \log(\text{сальдо счета текущих операций\_РФ}) + c_8 \cdot \log(\text{сальдо счета текущих операций\_США}) + c_9 \cdot \log(\text{интервенции Банка России на валютном рынке}) + c_{10} \cdot \log(\text{цена на нефть марки Brent}) + c_{11} \cdot \log(\text{изменение резервных активов РФ}) + c_{12} \cdot \log(\text{прямые инв.}_\text{активы}) + c_{13} \cdot \log(\text{прямые инв.}_\text{пассивы}) + c_{14} \cdot \log(\text{портфельные инв.}_\text{активы}) + c_{15} \cdot \log(\text{портфельные инв.}_\text{пассивы}) + c_{16} \cdot \log(\text{финансовые деривативы}_\text{активы}) + c_{17} \cdot \log(\text{финансовые деривативы}_\text{пассивы}) + c_{18} \cdot \log(\text{прочие инв.}_\text{активы}) + c_{19} \cdot \log(\text{прочие инв.}_\text{пассивы})$ .

Для проверки показателей на мультиколлинеарность была построена корреляционная матрица экзогенных переменных. Переменные, значение коэффициента корреляции которых между собой было больше 0.70, в построении уравнений и системы не применялись. Таким образом, после оценки получилось следующее регрессионное уравнение:

Валютный курс =  $-0,1137 \cdot \text{межбанковская процентная ставка РФ} - 0,0473 \cdot \text{ИПЦ\_США} + 0,6167 \cdot \text{М2\_РФ} - 0,1779 \cdot \text{сальдо счета текущих операций\_РФ} + 0,8676 \cdot \text{интервенции ЦБ РФ} - 0,8199 \cdot \text{портфельные инвестиции}_\text{пассивы} + 0,3110 \cdot \text{ГКО\_ОФЗ}$

Таблица 8

**Значения коэффициентов и основная статистика коэффициентов**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Межбанковская процентная ставка РФ	-0.113667	0.032682	-3.477938	0.0046
ИПЦ_США(-1)	-0.047319	0.013020	-3.634211	0.0034
М2_РФ	0.616721	0.058039	10.62593	0.0000
Сальдо счета текущих операций РФ	-0.177985	0.043392	-4.101772	0.0015
Интервенции ЦБ РФ	0.867557	0.215284	4.029819	0.0017

Портфельные инвестиции – пассивы	-0.819869	0.217583	-3.768079	0.0027
ГКО_ОФЗ	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			

Как видно из регрессионного уравнения, одним из определяющих факторов формирования валютного курса являются трансграничные потоки капитала, а именно динамика обязательств по портфельным инвестициям. Таким образом, поведение иностранных инвесторов во многом влияет на валютный курс рубля к доллару, так вывод средств нерезидентов вследствие роста страновых рисков при внешних шоках приводит к обесценению рубля. Уровень странного риска также отражается в краткосрочной ставке по ГКО-ОФЗ, имеющей также влияние на валютный курс. Также значимым для валютного курса является изменение денежного предложения в России.

Помимо прочих факторов на валютный курс оказывает влияние проводимая Банком России валютная политика (валютные интервенции). Особенно это влияние было существенным до перехода к свободному плаванию.

Но 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. Поэтому некоторыми авторами используется показатель «давления на валютный курс» (Exchange Market Pressure – EMP), который отражает реальную динамику валютного курса без влияния интервенций.

EMP – мера давления со стороны чистого экспорта и движения капитала на валютный курс. В странах с гибким валютным курсом значительный приток иностранного капитала оказывает повышательное давление на курс национальной валюты в силу роста его предложения на валютном рынке. Если монетарные власти осуществляют валютные интервенции, то может не наблюдаться значительных изменений в динамике курса национальной валюты, в то время как могут измениться иностранные резервы. В странах с фиксированным валютным курсом значительный приток капитала отражается лишь в виде изменения резервов.

Первоначально индекс EMP был предложен Л. Гиртоном, Д. Ропером<sup>111</sup>, в дальнейшем его применение было развито во многих работах<sup>112</sup>.

В общем виде формула индекса EMP может быть представлена следующим образом:

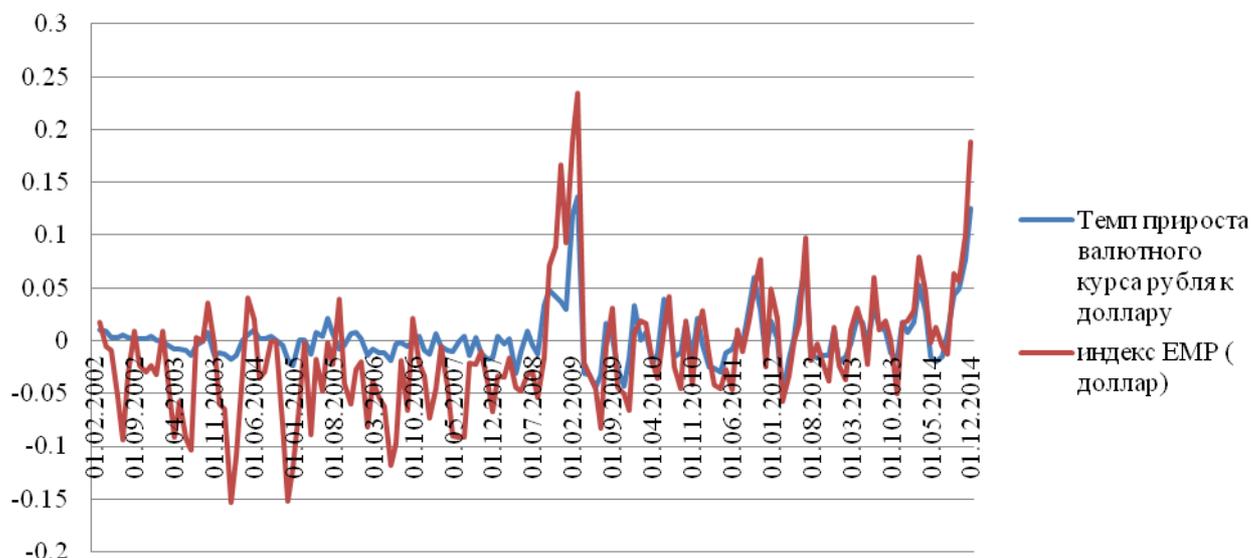
$$EMP = \left( \frac{\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1}}{\varepsilon_{t-1}} + \frac{res_{t-1} - res_t}{res_{t-1}} \right) * 100,$$

где  $\varepsilon_t$  - номинальный курс валюты,  $res_t$  – объем международных резервов (за исключением монетарного золота).

Таким образом, индекс давления на валютный курс показывает уровень реального 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 EMP равняется темпу роста валютного курса.

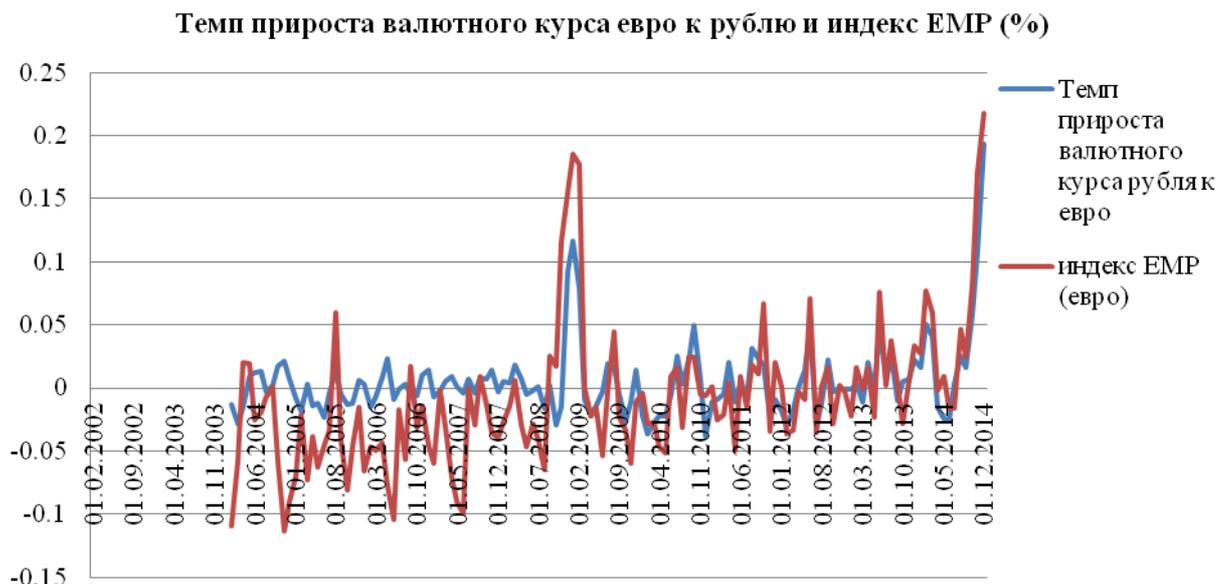
График 8

Темп прироста курса доллара к рублю и индекс EMP (%)



<sup>111</sup> Girton L., Roper D. A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience// American economic review. - 1977.- vol. 67.- p.537-548

<sup>112</sup> Eichengreen, B., A. K. Rose, C. Wyplosz. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: an Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System// National Bureau of Economic Research. - 1994. - № 4898; A. O'Connell, B.O. Maturu, F.M. Mweya, N.S. Ndung'u and R.W. Ngugi. Capital mobility, monetary policy, and exchange rate management in Kenya.- 2010; Tanner E. Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s// International monetary fund. -2001. - Vol. 47, - №3. - p.311-333; Feldkircher M., Horvath R. and Rusnak M. Exchange market pressures during the financial crisis: A Bayesian model averaging evidence//BOFIT Discussion Papers. - 2013.- №11; Aizenman J., Pasricha G.K. Determinants of financial stress and recovery during the great recession// International journal of finance and economics. - 2012.- № 17(4).- p.347-372



Источник: Расчеты автора по данным Центрального банка РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

Положительное значение индекса означает снижение курса национальной валюты, и чем выше положительное значение, тем больше давление на курс. Отрицательное значение свидетельствует об укреплении валюты. Чем больше отрицательное значение, тем выше давление в сторону укрепления валюты. Анализ динамики индекса ЕМР дает нам возможность оценить реальное поведение курса без учета вмешательства монетарных властей и скорректировать наше понимание влияния потоков капитала на динамику валютного курса.

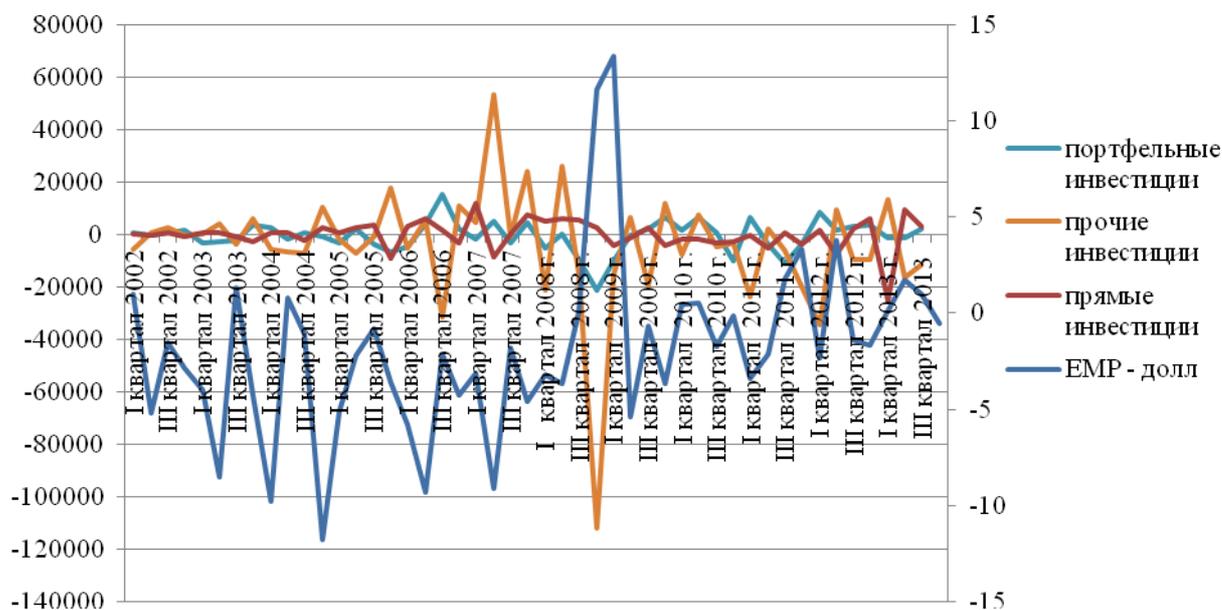
На графиках 8 и 9 изображено сравнение фактических темпов прироста курса рубля к доллару и евро, и динамики индексов ЕМР по соответствующим валютам. Как видно из графиков, без проведения валютных интервенций обменный курс имел бы более сильные колебания, а в некоторых случаях, даже противоположное направление движения. Из графиков можно сделать также вывод об изменениях в проведении курсовой политики ЦБ. Различие между ЕМР и темпом прироста валютного курса свидетельствует о регулировании валютного курса, и чем больше различие, тем выше уровень регулирования. До II квартала 2009 г. Банк России проводил значительную корректировку валютного курса, после чего уровень вмешательства на валютном рынке стал значительно снижаться, а 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. Исключение составляют шоковые периоды, заставляющие Банк России проводить корректирующие интервенции. ЕМР можно использовать для идентификации валютного режима де-факто, и сравнивать его с декларируемым режимом де-юре.

Без сглаживания за счет валютных интервенций динамика валютного курса более волатильна и в большей степени повторяет динамику поведения трансграничных потоков капитала, в основном прочих инвестиций, а не только портфельных как было в регрессионном уравнении (график 10).

График 10

**Сравнительная динамика показателя ЕМР, прямых, портфельных и прочих инвестиций.**



Источник: Центральный банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)), расчеты автора  
 ЕМР- долл. – правая шкала, прочие, прямые и портфельные инвестиции - левая шкала (млн. долл. США)

Влияние потоков капитала на валютный курс усиливается наличием явления долларизации. Есть различные показатели уровня долларизации, один из них – уровень долларизации, измеряемый как доля депозитов в иностранной валюте к депозитам в национальной валюте, напрямую зависит от потоков капитала, как источника поступления иностранной валюты. Но помимо подобного прямого воздействия есть и косвенное. Как уже было описано выше, потоки капитала непосредственно влияют на динамику валютного курса, в частности, курса рубля к доллару, формируя, в том числе, ожидания экономических агентов в отношении динамики валютного курса. Так, чем выше девальвационные ожидания, тем значительнее будет уровень долларизации активов финансовых и нефинансовых организаций, возрастет доля иностранной валюты во вкладах населения. Под влиянием динамики курса валюты будут меняться доли валютных активов в совокупных активах банковского сектора, валютной составляющей в

инвестициях банков в ценные бумаги, в кредитах нефинансовым организациям и частным лицам. Стоит также отметить чисто статистический фактор изменения валютного курса рубля, рост которого, например, вызывает относительное снижение стоимости долларовых депозитов, выраженных в рублях. Оценить реальное изменение склонности экономических агентов к открытию долларовых счетов от изменения стоимости депозитов в связи с изменением курса достаточно сложно. В качестве таких уточняющих индикаторов могут служить большая разница в темпах прироста валютного курса и уровня депозитов в иностранной валюте, а также несовпадение знаков темпов прироста валютного курса и уровня долларизации.

Достаточно эластичным оказывается в данном контексте и поведение уровня долларизации депозитов в ответ на ожидания экономических агентов о поведении валютного курса.

График 11



Источник: расчеты автора по данным Банка России (cbr.ru)

В период с 2001 г. по III квартал 2008 г. уровень долларизации депозитов имел тенденцию к снижению, так за этот период показатель снизился с 50% до 21%. В конце 2008 г. при массовом оттоке средств из страны, главным образом по линии прочих инвестиций, вызвавшем падение курса рубля, произошло некоторое увеличение степени долларизации депозитов, а в I квартале 2009 г., на который пришелся пик девальвационных ожиданий, она резко повысилась, так как экономические агенты,

стараясь частично застраховать свои сбережения, а в основном выиграть на падении курса, стали вкладывать средства в иностранную валюту. В результате уровень долларизации депозитов составил 45% против 26% в IV квартале 2008 г.

В IV квартале 2008 г. курс доллара к рублю вырос на 12,4% по сравнению с III кварталом 2008 г, а I кварталом 2009 г. по сравнению с IV кварталом 2008 г. на 24,5%, в то время как за соответствующие периоды уровень долларизации вырос на 22,2% и на 72,3% соответственно.

Таблица 9

**Сравнительная динамика темпов прироста валютного курса доллара США к рублю и уровня долларизации**

	III кв. 2008	IV кв. 2008	I кв. 2009	II кв. 2009	I кв. 2014	II кв. 2014	III кв. 2014.	IV кв. 2014
Темп прироста валютного курса доллара США к рублю (к концу периода)	2,58%	12,42%	24,48%	-5,07%	7,44%	0,11%	3,40%	29,80%
Темп прироста уровня долларизации (к концу периода)	-2,14%	22,17%	72,30%	-2,53%	5,42%	7,01%	-3,82%	100,37%
	<i>I кв. 2015</i>	<i>II кв. 2015</i>	<i>III кв. 2015</i>	<i>IV кв. 2015</i>				
Темп прироста валютного курса доллара США к рублю (к концу периода)	32.37%	-15.33%	19.42%	4.79%				
Темп прироста уровня долларизации (к концу периода)	-11.28%	-28.49%	5.61%	7.33%				

*Источник: расчеты автора по данным Банка России (cbr.ru)*

Увеличился и объем наличной иностранной валюты на руках у населения. Так, в IV квартале 2008 г. в иностранную валюту было конвертировано рублей на 30,9 млрд. долл. США, а в I квартале 2009 г. – 8,1 млрд. долл. США.

В период с 2010 г. по 2013 г. на фоне относительно спокойной динамики курса рубля значительных изменений в динамике уровня долларизации не было. За этот период уровень долларизации находился в пределах 27-30%. Отдельного внимания заслуживает конец 2014 г. На фоне стремительного падения валютного курса в IV квартале 2014 г. в связи со значительным оттоком капитала, направлявшегося для погашения внешнего долга, а также в связи со спекулятивными операциями, при нивелировании вмешательства ЦБ в курсообразование в рамках перехода к свободному плаванию,

уровень долларизации вырос на 100,4%, при том, что курс доллара вырос на 29,8%. В начале 2015 г. наблюдалась обратная тенденция, несмотря на рост курса доллара США, уровень долларизации снизился на фоне ожиданий последующего его падения.

Таким образом на валютный курс в России влияет цена на нефть, а также поведение иностранных инвесторов, влияющее на отток или приток краткосрочного спекулятивного капитала. Немаловажной для динамики валютного курса была проводимая валютная политика Банком России. В тоже время изменение валютного курса приводит в росту долларизации (при падении курса рубля), и чем выше уровень долларизации в экономике, тем более она становится уязвимой к внешним шокам.

### **Рынок банковского кредитования**

Международное движение капитала оказывает влияние на рынок банковского кредитования через изменение процентных ставок<sup>113</sup>. Процентные ставки по межбанковскому кредитованию достаточно волатильны, но в основном находятся в рамках коридора, ограниченного ставками Центрального банка по суточным кредитам (фиксированная ставка однодневного РЕПО) сверху и ставками по депозитам до востребования (“tom-next”) снизу<sup>114</sup>. Можно скорректировать тезис о том, что для банков было выгоднее привлекать средства за рубежом и выдавать их в виде кредитов на российском рынке под более высокую процентную ставку. Такое положение дел было в основном до 2006 г., т.е. до валютной либерализации, когда в силу ограничений на движение капитала существовал достаточно большой спрэд между покрытым паритетом и межбанковскими ставками, что делало заимствование за рубежом по международной ставке с последующей конвертацией в рубли и заключением форвардного контракта по истечении кредитного периода выгоднее, чем заимствование на внутреннем рынке, позволяя тем самым выиграть на разнице процентных ставок. Впоследствии, при окончательном снятии ограничений на движение капитала процентные ставки по паритету и межбанковские ставки приблизились по значению друг к другу, с небольшим превышением межбанковских ставок над рассчитанной ставкой по паритету<sup>115</sup>. О развитии интеграции говорит и рост объемов валютных сделок между иностранными банками и банками-резидентами, а также увеличение объемов иностранного кредитования.

---

<sup>113</sup> Не только. Могут быть и количественные ограничения (например санкции).

<sup>114</sup> Мойсеев С.Р. Роль коридора процентных ставок Центрального банка в управлении банковской ликвидностью.//Банковское дело.- 2008. – №02. - с. 15-19

<sup>115</sup> Гурвич Е.Т., Соколов В.Н., Улюкаев А.В. Анализ связи между курсовой политикой ЦБ и процентными ставками: непокрытый и покрытый паритет// Журнал новой экономической ассоциации.- 2009.-№1- с.104-126.

Кризисные явления и внешние шоки (такие как кризисы 2008-2009 гг. и 2014-2015 гг.) обуславливают резкое повышение процентных ставок межбанковского кредитования, что выражается в превышении ими верхних значений коридора. В 2000 - 2015 гг. наблюдалось несколько таких эпизодов: это кризис доверия на рынке межбанковского кредитования в 2004 г., финансовый кризис 2008-2009 гг.<sup>116</sup> и повышение стоимости внутренних заемных средств в 2014-начале 2015 г.

Резкий отток капитала в конце 2008 г., особенно за счет погашения принятых ранее обязательств по линии прочих инвестиций, вызвал сокращение ликвидности в банковской системе. Этот факт, а также нестабильная ситуация на рынке, повышающая риск невозврата кредитов, вызвали рост всех ставок межбанковского кредитования (в частности, фактических ставок по предоставлению кредитов (MIACR) и ставок MIBOR). Данные процессы затронули в большей степени крупные банки, а также дочерние организации иностранных банков. Поскольку эти банки являлись основными участниками трансграничной банковской деятельности и кредиторами на межбанковском рынке, кризисные явления привели к их меньшей активности и сокращению межбанковских операций из-за падения доверия к контрагентам по сделкам. Таким образом, отток капитала вызвал дефицит ликвидности в экономике и сжатие рынка межбанковского кредитования, который в большей степени стал замыкаться лишь на «клубе» банков с высоким уровнем доверия, а остальные кредитные организации стали испытывать значительный недостаток средств<sup>117</sup>.

Как уже было сказано, подверженность российских банков внешним шокам была обусловлена тем, что значительная доля средств на кредитном рынке привлекалась на внешнем рынке (подобная ситуация имела место до середины 2009 г.). Это сделало российскую банковскую систему уязвимой в случае необратимости погашения задолженности перед нерезидентами.

С середины 2010 г. вновь восстановилась активность резидентов в привлечении внешних займов. Объем привлеченных займов к концу 2014 г почти вдвое превысил значение конца 2008 г. Так отток иностранного капитала из банковской системы в 2014 - начале 2015 г. в связи с погашением внешнего долга и негативными ожиданиями нерезидентов в отношении экономики России и последующей «остановки» притока капитала, в частности в связи с санкциями, ухудшил состояние российской банковской системы.

*График 12*

---

<sup>116</sup> Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Доклад на РЭК- 2013.-с.5

<sup>117</sup> Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Доклад на РЭК- 2013. -с.5

### Обязательства кредитных организаций перед нерезидентами



Источник: Центральный Банк РФ ( cbr.ru)

В 2014-2015 гг., на фоне погашения внешнего долга, введенных санкций и увеличения иностранных активов нефинансовым сектором сокращались обязательства в иностранной валюте кредитных организаций перед юридическими лицами, в основном это коснулось банков с участием государства и «дочек» иностранных банков. При сохранившемся спросе на иностранную валюту, ее предложение у банков существенно снизилось, что вызвало повышение стоимости долларовых заимствований<sup>118</sup>. В IV квартале 2014 г. банки погасили обязательств по депозитам и кредитам перед нерезидентами в размере 9,1 млрд. долл., что вызвало некоторое сжатие ликвидности банковского сектора.

Следует отметить, что рынок банковского кредитования отреагировал на кризис 2014-2015 гг. не так сильно, как в 2008 г.

Из проведенного ниже корреляционного анализа можно сделать вывод о достаточно значимой связи между межбанковскими процентными ставками и прочими иностранными инвестициями. На динамику процентных ставок также оказывает влияние поведение портфельных инвестиций. Влияние портфельных инвестиций сказывается по

<sup>118</sup> Обзор финансовой стабильности. М.: Центральный банк РФ. - Октябрь 2014. URL: [http://www.cbr.ru/publ/Stability/fin-stab-2014\\_2-3r.pdf](http://www.cbr.ru/publ/Stability/fin-stab-2014_2-3r.pdf) ( дата обращения : 4 ноября 2015 г. )

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 по линии принятия обязательств увеличивает объем средств у банков, что также приводит к снижению процентных ставок. Обратная ситуация наблюдается в случае оттока капитала по линии портфельных инвестиций.

Таблица 10

**Корреляционная матрица потоков капитала и процентной ставки**

	Фин. производные	Прямые инвестиции	Краткосрочная процентная ставка (межбанковская)	Прочие инвестиции	Портфельные инвестиции
Фин. производные	1	0.1648	-0.2708	0.2248	0.4359
Прямые инвестиции	0.1648	1	-0.0180	-0.5627	0.0058
Краткосрочная процентная ставка (межбанковская)	-0.2708	-0.0180	1	-0.5627	-0.5410
Прочие инвестиции	0.2248	-0.2555	-0.5627	1	0.3748
Портфельные инвестиции	0.4359	0.0058	-0.5410	0.3748	1

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

При этом интересно, что если из ряда наблюдений убрать влияние кризисного периода (IV квартал 2008 г. и I квартал 2009 г.), то значения корреляционного соотношения примут совсем иной вид, аналогичные результаты получаются, если рассчитывать коэффициенты ранговой корреляции Спирмена (убирается влияние выбросов), между показателями потоков и процентной ставки исчезает статистически значимое корреляционное соотношение.

Таблица 11

**Корреляционная матрица потоков капитала и процентной ставки  
( без учета кризисного периода)**

Spearman Rank Correlation

	Фин. производные	Прямые инвестиции	Краткосрочная процентная ставка (межбанковская)	Прочие инвестиции	Портфельные инвестиции
Фин. производные	1	0.1012	-0.0988	0.0476	0.2117
Прямые инвестиции	0.1012	1	-0.0651	-0.3437	-0.0368
Краткосрочная процентная ставка (межбанковская)	-0.0988	-0.0651	1	-0.0646	-0.2046
Прочие инвестиции	0.0476	-0.3437	-0.0646	1	0.0791
Портфельные инвестиции	0.2117	-0.0368	-0.2046	0.0791	1

Источник: расчеты автора по данным Банка России.

Таким образом, можно говорить об эпизодическом воздействии потоков капитала, а именно шоков (таких как «резкая остановка» и «разворот» потоков капитала), на процентные ставки, вызывая их существенные сдвиги. Поэтому взаимную динамику потоков капитала и процентных ставок стоит рассматривать только в условиях кризисного периода.

Движение потоков капитала действует на процентную ставку не прямо, а косвенно, через влияние на уровень ликвидности банковской системы. Уровень ликвидности банковской системы влияет на значение процентных ставок. Чем выше уровень ликвидности в банковской системе, тем ниже стоимость заемных средств и ставка межбанковского кредитования. Немаловажным для динамики процентных ставок является также увеличение ликвидности через интервенции Банка России при сглаживании динамики валютного курса (в основном до 2008 г.) и предоставление ликвидности Банком России через операции РЕПО и операции по предоставлению кредитов.

Динамика процентных ставок в свою очередь также оказывает влияние на трансграничное движение капитала. Например, изменение зарубежных процентных ставок оказывает влияние на возможность заимствований на внешних рынках банками за счет процентного дифференциала<sup>119</sup>, важной частью этого процесса является межбанковское кредитование, в частности, между представительствами иностранных дочек. Представительства иностранных банков в России имеют возможность привлекать средства под низкий процент у материнской компании, впоследствии выдавая их национальным банкам под более высокий процент, таким образом, национальные банки фактически берут иностранный кредит, увеличивая уровень своей ликвидности. Помимо заимствования у иностранных «дочек», национальные кредитные организации могут привлекать иностранные кредиты под более низкие проценты напрямую на международных рынках, доступ к которым имеют в основном крупные российские банки. Основными составляющими внешнего долга в пассивах банков являются еврооблигации, кредиты иностранных банков, спецсчета и депозиты иностранцев<sup>120</sup>, иностранные ценные бумаги. Полученные иностранные средства могут либо использоваться для внутреннего развития банков, либо выдаваться в виде кредитов другим банкам под более высокие проценты. Такое трансграничное движение капитала между иностранными банками и их дочерними представительствами или внутренними банками (в особенности связанные с ним шоки) изменяет уровень ликвидности в банковской системе, и тем самым - и

---

<sup>119</sup> Смирнов В.Д. Моделирование динамики краткосрочных процентных ставок денежного рынка// Деньги и кредит. -2013.- №1.- с.50-59

<sup>120</sup> Полякова Ю. Материнский долг.- 2014 URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=6655511> ( дата обращения: 07.07.2015 г.)

значения межбанковских процентных ставок. В дальнейшем этот шок, посредством трансмиссионного механизма переносится на ставки по кредитам.

Влияние шока со стороны трансграничного движения капитала на рынок банковского кредитования усиливается также при значительной сегментированности<sup>121</sup> российской банковской системы. При наличии так называемых «клубов»<sup>122</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.

Построим эконометрическую модель, описывающую влияние потоков капитала на краткосрочную межбанковскую процентную ставку, а также связывающую это влияние с рынком кредитования, индикатором которого будет ставка по кредиту (средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях). При построении модели использовались квартальные данные за 2005-2013 гг.

В качестве анализируемых эндогенных показателей выступают краткосрочная (3-х месячная) межбанковская процентная ставка и ставка по кредитам (средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях).

В качестве объясняющих показателей выступают показатели, связанные с действиями внешних и внутренних факторов.

К внутренним факторам можно отнести изменение показателей денежно - кредитной политики, а также факторы, формирующие ликвидность банковской системы. Инструменты денежно-кредитной политики непосредственно оказывают влияние на межбанковскую кредитную ставку. Например, повышение ставки рефинансирования повышает значение ставки межбанковского кредитования, так как повышает стоимость кредитов у Банка России для кредитных организаций, которые затем предоставляют эти средства на межбанковском рынке. Повышение норматива обязательного резервирования снижает объем свободных средств, которыми могут распоряжаться кредитные

---

<sup>121</sup> Исаков А.В. Структура рынка межбанковского кредитования и корректное агрегирование шоков ликвидности// Журнал новой экономической ассоциации. – 2014. - № 3(19).- с.52-64

<sup>122</sup> Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Доклад на РЭК- 2013.- с.5

организации, что повышает стоимость этих средств. Также, согласно монетарной теории, увеличение предложения денег в банковской системе снижает их стоимость, поэтому в модель необходимо ввести инструмент денежно-кредитного регулирования, направленный на регулирование уровня ликвидности в банковской системе.

Таким образом, в качестве показателей денежно - кредитной политики взяты: ставка рефинансирования и объемы средств, предоставленных по однодневным РЕПО, в качестве инструмента «тонкой настройки» для управления банковской ликвидностью. Важным инструментом формирования банковской ликвидности также является устанавливаемый Банком России норматив обязательного резервирования.

Еще одним важным показателем являются интервенции Банка России на валютном рынке для сглаживания колебаний валютного курса, которые также влияют на уровень ликвидности в банковской системе.

К внутренним факторам, формирующим процентную ставку, следует также отнести показатель, непосредственно отражающие уровень ликвидности в банковской системе. Таким показателем является остатки средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России (из-за отсутствия данных за более длительный статистически анализируемый период, в моделирование не входят остальные показатели уровня ликвидности).

К внешним факторам можно отнести ставки внешних заимствований в долларах и в евро: LIBOR и EURIBOR, а также потоки трансграничного капитала.

Таким образом, итоговое теоретическое уравнение межбанковской кредитной ставки можно определить следующим образом:

Межбанковская процентная ставка =  $c_0 + c_1(\text{ставка рефинансирования}) - c_2(\text{Операции РЕПО}) + c_3(\text{норма резервирования}) - c_4(\text{сведения об остатках средств на кор. счетах кредитных организаций}) - c_5(\text{интервенции Банка России}) + c_6(\text{ставка LIBOR}) + c_7(\text{ставка EURIBOR}) - c_8(\text{прямые инвестиции}) - c_9(\text{портфельные инвестиции}) - c_{10}(\text{прочие инвестиции}) - c_{11}(\text{финансовые производные инструменты})$ .

Помимо влияния потоков капитала непосредственно на межбанковскую процентную ставку, нужно проанализировать, как ее изменение повлияет на реальный сектор. При этом в качестве индикатора будет выступать средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям на срок до года.

В качестве факторов, формирующих процентную ставку по кредиту, взяты показатели межбанковской процентной ставки, инфляции, ВВП, денежного предложения и валютного курса.

Таким образом, итоговое теоретическое уравнение кредитной ставки будет выглядеть следующим образом:

Ставка по кредитам =  $c_0 + c_1(\text{межбанковская процентная ставка}) + c_2(\text{ИПЦ}) - c_3(\text{ВВП}) - c_4(\text{M2}) + c_5(\text{валютный курс})$ .

Прежде всего, все показатели необходимо унифицировать. Данная процедура была проведена по той же методологии, что и в предыдущем пункте главы, при построении модели валютного курса.

Все переменные были проверены на наличие сезонности и стационарность. Сезонность была устранена для показателя инфляции (ВВП и показатель денежного предложения были взяты из источников с сезонной корректировкой). Ко всем показателям был применен расширенный тест Дикки-Фуллера на выявление наличия единичного корня. Нестационарность была устранена путем взятия первой разности (итоговый набор показателей см. приложение 2).

Для проверки показателей на мультиколлинеарность была построена корреляционная матрица экзогенных переменных. Переменные, значение коэффициента корреляции которых между собой было больше 0.70, в построении уравнений и системы не применялись. Система одновременных уравнений состоит из двух уравнений рекурсивного вида, что позволяет использовать ОМНК в оценке параметров. Таким образом, после оценки получилась следующая система:

1) Межбанковская процентная ставка =  $0,3198 * \text{Ставка РЕПО} - 0,1434 * \text{финансовые производные инструменты} - 0,1816 * \text{прямые инвестиции\_активы} + 0,3235 * \text{портфельные инвестиции\_активы} + 0,2059 * \text{обязательные резервы\_нерез.} - 0,2929 * \text{прямые инвестиции\_пассивы} - 0,5783 * \text{прочие инвестиции\_активы} - 0,1501 * \text{прочие инвестиции\_пассивы}(-2) - 0,1470 * \text{портфельные инвестиции\_пассивы}(-2) + 28,2096$

Наблюдений: 41

R-squared	0.891679	Mean dependent var	0.620213
Adjusted R-squared	0.860231	S.D. dependent var	14.66692
S.E. of regression	5.483324	Sum squared resid	932.0722
Durbin-Watson stat	2.148907		

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

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		

## Значения коэффициентов и основная статистика коэффициентов

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Ставка РЕПО	0.319810	0.093320	3.427017	0.0010
Финансовые производные инструменты	-0.143425	0.048732	-2.943160	0.0043
Прямые инвестиции _ активы	-0.181607	0.074273	-2.445136	0.0168
Портфельные инвестиции_ активы	0.323531	0.083206	3.888332	0.0002
Обязательные резервы_ нерез.	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	-1.890393	0.623177	-3.033478	0.0033
Межбанковская кредитная ставка	0.433868	0.079595	5.450926	0.0000
Валютный курс	0.272642	0.121058	2.252169	0.0272

Наиболее значимыми экзогенными показателями для межбанковской процентной ставки оказались активы по прочим инвестициям, а также ставка по однодневным РЕПО, активы по портфельным инвестициям и обязательства по прямым.

На следующем шаге были прописаны 4 сценария, где из рядов значимых для межбанковской процентной ставки показателей был нивелирован кризисный период 2008q3-2009q1, путем интрополяции данных. Наиболее существенные сдвиги были при изменении активов по прочим инвестициям.

Таким образом, ставилась задача анализа влияния резкого оттока капитала по линии прочих инвестиций на межбанковскую процентную ставку, а через нее и на ставку по кредитам, а точнее, было интересно посмотреть, как повели бы себя процентные ставки, если бы не было кризисного шока, связанного именно с оттоком средств по линии прочих инвестиций.

График 13

Краткосрочная межбанковская процентная ставка

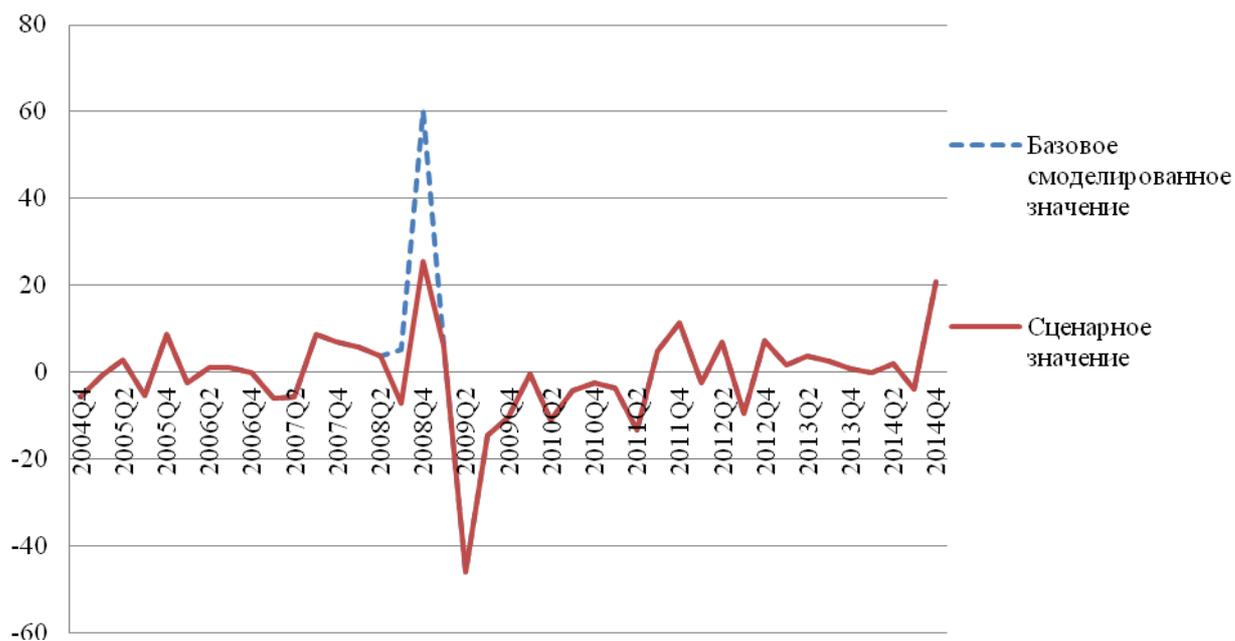
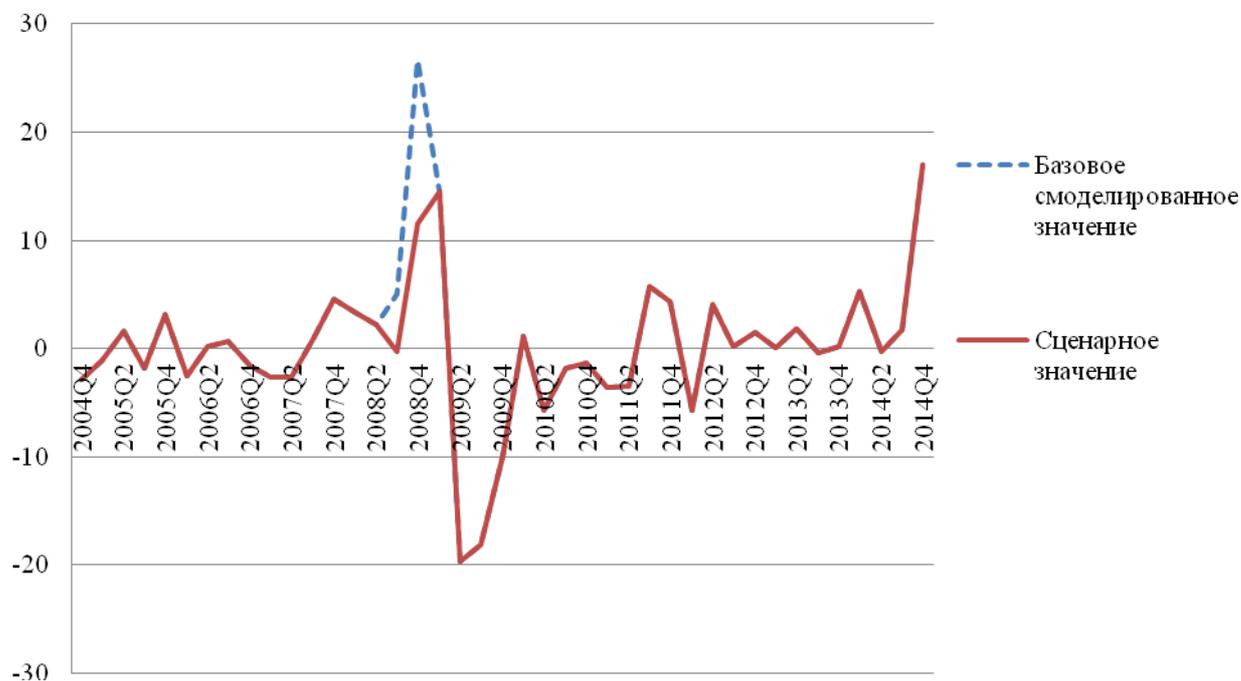


График 14

Ставка по кредитам



Визуально можно определить воздействие шока оттока капитала по линии прочих инвестиций (отток по линии приобретения активов) при сравнении со сценарием, где шок оттока капитала отсутствует, на межбанковскую процентную ставку, а также через

межбанковскую процентную ставку на ставку по кредитам. При этом влияние на последнюю оказывается не меньшим, нежели на межбанковскую ставку. Таким образом, можно констатировать значительное статистическое влияние оттока капитала на межбанковское кредитование и рынок кредитов.

При моделировании процентной ставки по кредитам показатель инфляции оказался статистически не значимым, 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.

Таким образом, были проанализированы три сегмента финансового рынка.

Потоки капитала оказывают влияние на рынок ценных бумаг, в частности на рынок капитала. При притоке капитала уровень капитализации фондового рынка растет, при оттоке – падает. При этом под трансграничным движением капитала тут понимается изменение обязательств перед нерезидентами, а именно обязательства по портфельным инвестициям. Чем выше доля иностранного капитала на фондовом рынке, тем больше он подвержен влиянию внешних шоков, а порой и просто негативной информации или ожиданиям. Так до финансового кризиса больше половины капитализации составлял иностранный капитал, так как спрэд между доходностями активов за рубежом и в России привлекал иностранцев на наш рынок, и когда иностранный капитал был выведен за границу, это обрушило фондовый рынок. В 2013 -2014 гг. фондовый рынок был подвержен также колебаниям из-за поведения нерезидентов в ответ на внешние события, а именно изменение монетарной политикой США и политическую нестабильность в связи с украинскими событиями. Нестабильность нашего фондового рынка, где значительную долю составляют иностранцы, связана с высокой оборачиваемостью и краткосрочностью портфельных инвестиций

Немаловажное влияние оказывает трансграничное движение капитала на валютный рынок, в частности на динамику валютного курса.

Моделирование валютного курса показало, что основными факторами изменения валютного курса являются счет текущих операций, межбанковская процентная ставка, инфляция в США, денежное предложение в России, валютная политика Банка России, краткосрочная процентная ставка по ГКО\_ОФЗ и обязательства по портфельным инвестициям, при этом последние имеют один из самых больших весов в уравнении.

Более того трансграничное движение портфельных инвестиций оказывает влияние на валютный курс не только напрямую, но и через рынок капитала. Таким образом, трансграничное движение капитала оказывает значимое влияние на валютный курс. При этом, чем больше ЦБ РФ вмешивается в динамику валютного курса, применяя валютные интервенции, тем меньше валютный курс отображает реальное влияние потоков трансграничного капитала. Для нивелирования влияния валютных интервенций и для более объективной оценки влияния потоков капитала на валютный курс, был построен показатель «давления на валютный рынок» (EMP-exchange market pressure). Данный показатель так же может использоваться как индикатор проведения валютной политике де-факто. Таким образом, было получено, что потоки капитала оказывают более сильное влияние на валютный курс, нежели чем при моделировании такого влияния трансграничных потоков капитала на валютный курс при использовании номинального валютного курса. Показатель EMP очень четко показывает переход ЦБ РФ к значительному снижению объемов валютных интервенций с конца 2009 г. Можно сделать вывод, что на валютный курс оказывает наибольшее влияние краткосрочный иностранный спекулятивный капитал. При использовании валютных интервенций для сглаживания колебаний курса рубля такое воздействие потоков капитала было смягчено, а при переходе к инфляционному таргетированию колебания валютного курса будут сильнее и это будет иметь сильное влияние на рынок кредитования. А как было показано выше, колебания могут быть вызваны различными, порой не зависящими от внутренней ситуации и политики РФ факторами. Колебания валютного курса в свою очередь, помимо всего прочего, оказывают влияние на ожидания населения, а именно на уровень долларизации экономики. Высокий уровень долларизации означает, что все большую часть своих сбережений население переводит в иностранную валюту. Более того, чем выше уровень долларизации, тем более уязвимой к колебаниям курса становится экономика.

Таким образом, мы видим, что два важных сегмента финансового рынка подвержены влиянию именно колебаниям трансграничного движения портфельных инвестиций. Поэтому представляется целесообразным иметь в арсенале монетарной политики инструменты, позволяющие в нужные моменты ограничивать бесконтрольное движение спекулятивного краткосрочного иностранного капитала.

Трансграничное движение капитала влияет и на кредитный рынок, в частности на рынок межбанковского кредитования, где индикатором, реагирующим на колебания потоков трансграничного капитала, выступает ставка межбанковского кредитования, отражающая состояние ликвидности банковских институтов. Ставка на межбанковском

рынке в свою очередь является важным фактором формирования кредитных ставок в стране. При моделировании было получено, что на динамику межбанковской процентной ставки оказывают влияние такие факторы, 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 финансовых производных инструментов. Наибольший вес в формировании межбанковской процентной ставки имеют ставка по однодневным РЕПО и активы по прочим инвестициям. Межбанковская процентная ставка в свою очередь влияет на формирование кредитной процентной ставки, на которую также оказывают воздействие денежное предложение и динамика валютного курса рубля к доллару. При этом, как уже было сказано выше, показатель инфляции оказался не значимым в отличие от валютного курса. Это означает, что при переходе к инфляционному таргетированию какое-то время рынок банковских услуг будет остро реагировать на колебания валютного курса, пока экономические агенты не привыкнут к ним и перестанут закладывать в кредитную ставку изменения валютного курса.

Рассмотренные выше финансовые рынки играют важную роль в передаче воздействия денежно-кредитной политики на экономику в целом.

Выделяют несколько каналов трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики: процентный канал, кредитный канал, канал стоимости активов, канал валютного курса<sup>123</sup>. В рамках каждого канала важную роль играют финансовые рынки, рассмотренные нами выше. А именно, передача импульсов денежно-кредитной политики через канал стоимости активов, проходит в основном через рынок ценных бумаг, канал валютного курса относится к валютному рынку, а каналы процентной ставки и кредитов относятся к рынку банковского кредитования. При этом на функционирование соответствующих рынков в России, как мы показали выше, влияют трансграничные потоки капитала.

Если трансграничные потоки капитала влияют на индикаторы финансовых рынков, через которые проходит воздействие денежно-кредитной политики, то это не может не приводить к отклонению результатов, ожидаемых монетарными властями при проведении политики, таким образом, необходимо ответить на вопрос, как Банк России корректирует проведение своей денежно-кредитной политики, реагируя на поведение трансграничных потоков капитала? И не менее важным является ответ на более общий вопрос, какие нужны меры реагирования на колебания в трансграничных потоках капитала со стороны монетарных властей для реализации целей денежно-кредитной

---

<sup>123</sup> Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики// Финансы и кредит. 2002. с. 38-51

политики? Ответам на поставленные вопросы будет посвящена следующая глава нашего исследования.

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

### **3.1. Особенности денежно-кредитной политики на современном этапе**

Процесс глобализации финансовых рынков ставит перед монетарными властями стран вопрос о том, действительно ли снижается возможность центрального банка влиять на финансовые и экономические показатели. Интегрированность стран в глобальную экономику повышает подверженность ее финансовых показателей, уровня цен, экономической активности влиянию внешних шоков.

В нормальных условиях монетарные власти развитых стран, влияют на экономику через регулирование ставки межбанковского кредитования, которая в свою очередь передает импульсы долгосрочным процентным ставкам, уровню предложения кредитов банковским сектором, ставкам по кредитам, ценам на финансовые активы и валютному курсу. Динамика долгосрочной процентной ставки определяется как динамикой краткосрочной процентной ставки (ставки межбанковского кредитования), которая является подконтрольной монетарным властям, так и уровнем премии за риск, которая в условиях глобализации все больше подвержена внешнему влиянию, что снижает возможность контроля со стороны монетарных регуляторов. Корреляция между динамикой процентных ставок различных стран увеличивается, хотя не все авторы придерживаются вывода, что это происходит именно вследствие глобализации<sup>124</sup>. Внешние условия оказывают влияние на краткосрочную процентную ставку, в первую очередь через дифференциал процентных ставок, который вызывает приток капитала в страну с более высокой ставкой, а это в свою очередь изменяет валютный курс (в сторону укрепления). Немаловажным является движение ликвидности в виде кредитов между банками. Глобализация и облегчение доступа к внутренним рынкам во многом повысили трансграничную активность глобальных банков в движении финансовых средств, в частности от развитых стран к развивающимся странам и странам с формирующимися рынками. Увеличился объем привлекаемых кредитов по более низким процентным ставкам национальными коммерческими банками развивающихся стран у банков развитых стран. При этом повышение спроса на долларové займы, выдаваемые банками

---

<sup>124</sup> Kamin S.B. Financial Globalization and Monetary Policy//International finance discussion papers № 1002.-2010

США и национальными коммерческими банками других развитых стран, оказывало существенное давление на ставку процента, а также приводило к существенному увеличению долларовых обязательств банков стран-заемщиков, что сказалось на их финансовом состоянии в мировой финансовый кризис. Поэтому монетарным властям пришлось принимать активные действия по стабилизации ситуации. Таким образом, прошедший глобальный кризис выявил новые вызовы для монетарных властей, а также показал, что все последующие колебания и шоки будут все более интернациональными, и это нужно принимать во внимание при формировании денежно-кредитной политики.

Некоторые развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками в условиях глобализации финансовой системы адаптировали свою денежно-кредитную политику, для чего им пришлось пройти определенные этапы ее изменения. Первоначально они стремились держать под контролем валютный курс и потоки капитала. В одних странах такая политика позволяла справляться с внешними шоками, а в других - напротив, такая политика приводила к значительным перекосам в недостаточно развитой финансовой системе. Следующим этапом, как правило, была валютная и финансовая либерализация. Режим валютного курса смягчился, но оставался в рамках контролируемого коридора, при этом для стимулирования экспорта поддерживался заниженный валютный курс. В условиях либерализации терялась управляемость за потоками капитала, а это снижало независимость проведения монетарной политики от валютной политики. При повышении интереса внешних кредиторов к рынкам развивающихся стран и стран с формирующимися рынками приток капитала в эти страны начал оказывать давление на валютный курс в сторону его повышения, для его сдерживания требовались значительные валютные интервенции, а в сочетании с целью поддержания стабильных цен такая политика оказалась достаточно затратной. Последующий «разворот» потоков капитала сказался на финансовой устойчивости стран. Проблема возникала также в связи с поведением частных инвесторов, которые при такой политике анонсированных валютных интервенций пытались выиграть на изменении валютного курса<sup>125</sup>. Те страны, которые либерализовали движение капитала, но фиксировали валютный курс, столкнулись с похожей проблемой. Значительный приток капитала, оказывающий давление на валютный курс в сторону его повышения, стерилизовался монетарными властями посредством увеличения международных резервов, что положительно сказывалось на валовой международной инвестиционной позиции. Но, опять же, частные инвесторы, зная о проводимой политике использования резервов для контроля за валютным курсом, могли делать

---

<sup>125</sup> Carriere-Swallow, Yan, and Pablo Garcia-Silva. Capital account policies in Chile: Macro-financial considerations along the path to liberalization// IMF Working Paper – 2013.- № 13/107

одностороннюю ставку против продолжения валютных интервенций, что приводило к неэффективному распределению капитала.

Следующим шагом в тех странах, которые еще этого не сделали, была отмена контроля за движением капитала, а также переход к режиму таргетирования инфляции, что означало отмену границ колебания валютного курса с последующим его освобождением, что в теории должно было сократить спекулятивные операции с валютой в связи с возросшей волатильностью курса и отсутствием анонсированных интервенций монетарных властей. Либерализация также сопровождалась значительным развитием финансового сектора, в частности усиливалась роль банковского сектора в хеджировании валютных рисков экономических агентов. Открытие границ для движения капитала также дало возможность государственным фондам, например, пенсионному, вкладывать свободные средства в зарубежные активы, тем самым отток капитала нивелировал влияние значительного притока капитала, характерного для развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, что снижало значение чистых потоков капитала. Наличие иностранных резервов в период бума также играет стабилизирующую роль, так как во время внезапной остановки притока капитала и его «разворота» использование резервов позволяет поддержать финансовую систему, а сокращение резервов позволяет компенсировать резкий отток капитала, что снижает волатильность чистого притока капитала.

Таким образом, общая тенденция изменений в денежно-кредитной политике заключалась в переходе от ограничений на трансграничное движение капитала и фиксированного валютного курса, к ослаблению ограничений на трансграничные потоки капитала и управляемому плавающему валютному курсу, затем следовали отмена ограничений на движение капитала и применение управляемого валютного курса и, соответственно, зависимая от валютной политики денежно-кредитная политика. На следующем этапе отменяются какие-либо ограничения на трансграничное движение капитала, вводится свободное плавание валютного курса, проводится независимая монетарная политика (инфляционное таргетирование). Хотя на практике мы видим, что в рамках «невозможной триады», страны могут выбирать не только канонические две цели из трех, но и находиться на промежуточных стадиях (этим активно пользовались страны Юго-Восточной Азии). Более того, мировой финансовый кризис выявил слабые места в финансовых системах многих стран, что заставило их пойти против описанной выше тенденции и применить ограничения на трансграничное движение капитала, и повысить управляемость валютного курса.

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

При масштабном притоке капитала Центральный банк может прибегнуть к политике стерилизации излишней денежной массы, при помощи скупки валюты, поступающей из-за рубежа, чтобы не допустить укрепления курса национальной валюты, при этом нужно одновременно увеличивать денежное предложение, снижающее процентные ставки, что должно сократить приток краткосрочного капитала. Но такая политика не может быть эффективной, так как влечет за собой рост инфляции. Поэтому некоторые страны (например Аргентина и Чили) с сентября 2002 г. начали вводить специальные ограничения трансграничного движения краткосрочного капитала, например путем законодательного закрепления срока пребывания краткосрочного капитала внутри национальной экономики сначала не менее 90 дней, затем 180 дней, а потом и 365 дней<sup>126</sup>. Исключение делалось для капитала, использовавшегося непосредственно для реальных инвестиций.

Согласно классификации МВФ меры контроля за движением капитала могут быть смягчающими (облегчающие трансграничное движение капитала) и ужесточающие (затрудняющие движение капитала).

Ограничительные меры можно разделить на административные, ограничивающие объем трансграничного движения капитала, и рыночные, снижающие привлекательность инвестиций резидентов за границей или нерезидентов в стране. К последним относятся налогообложение трансграничных потоков капитала (в частности краткосрочных внешних займов) и введение резервных обязательств, депозитных требований и минимального срока до реинвестирования.<sup>127</sup> Примером таких ограничений является увеличение с 2 недель до 6 месяцев срока депозита валютной выручки от зарубежных инвестиций до инвестирования ее в новый инвестиционный зарубежный проект в Исландии в 2014 г. К более жестким формам контроля за трансграничными потоками капитала относятся введение разных обменных курсов на определенные типы операций, а также требования репатриации и обязательной продажи экспортной валютной выручки. Так, например в 2014 г. власти Украины ввели требование обязательной продажи экспортной выручки юридическими лицами (кроме государственных банков); требование получения дохода за выданные кредиты через национальные банки (хотя и без

<sup>126</sup> Pesce M. A. External factors and monetary policy// BIS paper.- 2011.- №57. – p. 101-111 ; Edwards S., Rigobon R.. Capital control, exchange rate volatility and external vulnerability// NBER working paper. - 2005

<sup>127</sup> Моисеев С.Р. Современный контроль над движением капитала: цели и задачи// Дайджест-Финансы.- 2000.- № 12. - с.16; Зеленюк А.Н. Контроль за движением спекулятивного капитала: за и против// Российский внешнеэкономический вестник. - 2011.-№ 11.- с.21

требования держать счета в этих банках или конвертации дохода в национальную валюту) было введено в том же году в Индонезии.

Меры контроля за движением международного капитала также можно разделить на дискриминирующие нерезидентов и не дискриминирующие, а именно те, что направлены исключительно на нерезидентов и макропруденциальные меры, которые, как мы рассмотрим ниже, могут использоваться в некоторых случаях в качестве инструментов контроля за движением капитала, но при этом не направлены на иностранных инвесторов.

Как было сказано выше, общее направление в развитии финансовой системы заключается в либерализации потоков капитала и переходе к гибкому валютному курсу, в частности, для предотвращения конкурентного обесценения национальной валюты, и отказе от финансового протекционизма. За все большую либерализацию движения капитала выступают такие крупные международные организации как МВФ, G20 и ОЭСР. Они считают, что страны – участницы должны отказаться от каких-либо мер, направленных на дискриминацию нерезидентов при трансграничном движении капитала.

Глобальный финансовый и экономический кризис 2007-2008 гг. выявил новые тенденции и новые аспекты в финансовом регулировании, а также изменил отношение некоторых международных организаций к контролю за трансграничным движением капитала. Кризис заставил монетарные власти стран задуматься о возможных рисках колебаний притока и оттока капитала и о защитных мерах, направленных на регулирование трансграничных потоков капитала. В аналитических материалах и отчетах, подготовленных международными организациями, в частности, в докладе Международного валютного фонда 2012 г.<sup>128</sup>, все больше находит подтверждение обоснованность применения мер контроля за трансграничными потоками капитала. При постулате о необходимости и преимуществах дальнейшей финансовой интеграции, называются и ситуации, в которых следует применять меры контроля. При этом ограничительные меры в сфере движения капитала не рассматриваются сами по себе, а как дополнение к мерам по стабилизации экономической и финансовой системы с помощью инструментов макроэкономической политики. Более того, приток и отток капитала, имеют различную природу и могут иметь различные последствия для экономики. Например, ответными мерами макроэкономической политики на значительный приток капитала могут быть: снижение процентных ставок, интервенции на валютном рынке. Но в условиях, когда возможности корректирующей макроэкономической политики ограничены, а именно в ситуации, когда экономика

---

<sup>128</sup> Liberalizing capital flows and management outflows. Washington, DC: International Monetary Fund. - 2012

находится в состоянии перегрева, или наблюдается рост «пузыря» на рынке активов, когда валютный курс переоценен, а дальнейшее накопление резервов связано с издержками, обоснованным становится применение мер по контролю за потоками капитала, что может позволить макроэкономической политике адаптироваться к ситуации.

В условиях значительного оттока капитала, но не несущего в себе риска возникновения кризиса, целесообразно использовать методы макроэкономической политики для регулирования финансового сектора. В случае же угрозы возникновения финансового кризиса, возможно применение краткосрочных ограничений на отток капитала.

Некоторые страны после кризиса применили те или иные ограничительные меры.

Согласно данным, публикуемым МВФ<sup>129</sup>, среди стран - членов МВФ (118 стран) только в 2013 г. были применены 202 меры по контролю за движением капитала, из которых 66% относились к смягчающим мерам, 28% - ужесточающим, и 6% - нейтральным. Изменения в отношении регулирования счетов резидентов и нерезидентов провели 95 стран, из которых 65 стран пошли на смягчение мер, но, несмотря на общее направление на смягчение, в ответ на кризис 2007-2008 гг. 24 страны пошли на ужесточение мер, остальные страны ввели нейтральные меры. Среди мер контроля за движением капитала в 2013 году были зарегистрированы следующие: требования репатриации доходов от трансграничных операций с капиталом, регулирование потоков капитала, с использованием инструментов финансовых рынков, в частности, регулирование затрагивает операции на рынке капитала со сроком исполнения более года (акции, облигации, прочие долговые ценные бумаги), краткосрочные операции с инструментами денежного рынка (деPOSITные сертификаты, краткосрочные государственные ценные бумаги, межбанковские депозиты, соглашения обратного выкупа), операции с ценными бумагами коллективного инвестирования (паевые инвестиционные фонды, инвестиционные трасты). Меры контроля применяются при операциях с производными финансовыми инструментами, кредитными операциями (коммерческие кредиты, финансовые кредиты, залоги, поручительства). Под контроль могут попадать также операции с прямыми инвестициями и недвижимостью, не попадающей в категорию прямых инвестиций. В 2014 г. была применена 251 мера по контролю за движением трансграничного капитала.<sup>130</sup>

---

<sup>129</sup> Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.- 2013

<sup>130</sup> Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.- 2014

Примером мер по контролю за трансграничными операциями в ответ на значительный приток капитала, является введение специальных налогов. В частности власти Бразилии ввели 2%-ый налог на трансграничные операции с акциями и облигациями. Власти Перу повысили налог на покупку нерезидентами ценных бумаг центрального банка. В Таиланде был введен 15%-ый налог на процентный доход и прирост капитала при покупке новых государственных облигаций.

В качестве меры против оттока капитала Аргентина ввела ограничения на снятие иностранных депозитов с банковских счетов (что было сделано и в Латвии), а также наложила ограничения на трансферты и кредиты в иностранной валюте. В Исландии были введены валютные ограничения на трансграничные операции, в частности, после погашения номинальной стоимости активы номинированные в кронах, включая облигации и прочие финансовые инструменты, не могли быть конвертированы в иностранную валюту. В Украине были введены жесткие меры по валютному регулированию трансграничных операций с капиталом, в частности был введен пятидневный срок ожидания при обмене выручки в национальной валюте на иностранную, были ужесточены меры по контролю за досрочным снятием средств с депозитных счетов<sup>131</sup>.

Монетарные власти России в 2008-2009 гг. реагировали на значительный отток капитала из банковской системы мерами макроэкономической политики, без использования мер контроля за капиталом. В определенной степени ограничительной мерой может считаться введение разных норм обязательного резервирования депозитов для резидентов и нерезидентов в 2004 г. Так, норматив обязательных резервов по обязательствам перед банками-нерезидентами в валюте Российской Федерации и иностранной валюте превышал норматив обязательных резервов по обязательствам перед резидентами с июля 2007 г. по октябрь 2008 г. и с февраля 2011 г. по март 2013 г.

Таким образом, несмотря на общий курс на либерализацию потоков капитала, в связи с кризисом, вызванным в значительной степени нестабильными международными потоками капитала, все больше стали говорить о возможности применения тех или иных мер по контролю за притоком и оттоком капитала, а некоторые страны, в которых было свободное трансграничное движение капитала, даже стали вводить те или иные меры для защиты от негативного влияния потоков капитала в кризисный и посткризисный периоды.

---

<sup>131</sup> Liberalizing capital flows and management outflows. Washington, DC: International Monetary Fund. - 2012

Кризис скорректировал и отношение стран к режимам валютного курса. Согласно данным МВФ<sup>132</sup> по 188 странам- участницам и 3 особым регионам с 2008 г. по 2013 г. число стран , придерживающихся жесткой привязки валютного курса ( валютный совет, использование иностранной валюты , как единственной официальной в стране увеличилось с 12.2% до 13,1%, при этом рост зарегистрирован в 2010 г., когда произошло увеличение с 12.2% до 13.2%. Доля стран, придерживающихся режимов мягкой привязки валютного курса<sup>133</sup> увеличилась с 39,9% до 42,9%. В то же время доля стран, придерживающихся режима плавающего валютного курса, упала с 39,9% до 34%. Таким образом, в общем идет тенденция к переходу от свободного валютного курса к тем или иным формам его регулирования.

При этом интересно, что в ответ на кризис страны с жестким регулированием валютного курса до кризиса остались верны этой политике и после кризиса. А вот некоторые страны с мягкой привязкой курса в 2009 г. перешли к политике свободного плавания, о чем говорит снижение процента стран с привязкой курса с 39,9% до 34,6%. и соответственно увеличение стран с 39,9% до 42%, придерживающихся политики свободного плавания валютного курса. При этом резко возросло число стран ( с 8% до 11,2%), режим валютного курса в которых по каким-либо причинам не мог быть идентифицирован. 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.

Если жесткая привязка валютного курса предполагает проведение монетарной политики, направленной только на таргетирование валютного курса, а свободное плавание дает возможность проведения этой политики с определенной заявленной целью, то мягкая привязка валютного курса создает возможность множественного таргетирования. Поэтому большинство стран - членов МВФ, а именно 101 страна, в той или иной форме применяют управление валютным курсом, 65 стран следуют политике плавающего валютного курса и 25 стран имеют жесткую привязку валютного курса.

Итак, если волатильные трансграничные потоки капитала могут нанести вред экономике страны через валютный курс, то обоснованным становится принятие тех или

---

<sup>132</sup> Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.- 2013

<sup>133</sup> условная привязка валютного курса (conventional peg), скользящая привязка (crawling peg), стабилизирующее соглашение (stabilized arrangement), обусловленная соглашением привязка (crawl-like arrangement), скользящий валютный курс в рамках горизонтального коридора (pegged exchange rate within horizontal bands)

иных мер его регулирования, поэтому общий тренд – движение от 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.

Когда же движение капитальных потоков может нанести вред финансовой стабильности, то в качестве защиты финансового сектора могут выступать так называемые меры макропруденциального регулирования<sup>134</sup>. Более того, если страна не хочет применять прямые меры контроля за движением капитала, то макропруденциальная политика позволяет регулировать эти потоки косвенным образом. Меры по контролю за трансграничным движением капитала и макропруденциальные меры могут пересекаться, но не всегда. Пересечение может возникать в том случае, когда, например, значительный приток иностранного капитала в банковский сектор вызывает бум на внутреннем рынке кредитования и рост цен. Тогда для предотвращения системного финансового риска вводятся меры по ограничению заимствований банков за рубежом, или резервные требования повышаются на величину иностранных обязательств, что является мерами макропруденциального регулирования, но применяются они для ограничения излишнего притока капитала. Таким образом, при определенных условиях меры макропруденциального регулирования могут выступать в качестве ограничительных мер для трансграничного движения капитала.

Ограничения макропруденциальных мер заключается в том, что они должны использоваться исключительно для предотвращения системных рисков финансовой системы, и никак не могут рассматриваться как замена макроэкономической политики (денежно-кредитной и бюджетно-налоговой). Эффект от применения таких мер для потоков капитала может быть косвенным, и в таком случае, меры по контролю за потоками капитала и макропруденциальная политика не пересекаются<sup>135</sup>. При этом, не заменяя макроэкономическую политику, инструменты макропруденциального регулирования являются важным вспомогательным элементом денежно-кредитной политики страны. Например, если происходит рост стоимости ценных бумаг и других активов на рынке, вызванный фундаментальными или спекулятивными факторами, то монетарные власти должны реагировать мерами макроэкономической политики, но если

---

<sup>134</sup> Впервые термин «макропруденциальная политика» был официально упомянут в 1979 г. председателем Банка Англии, когда был впервые поднят вопрос, связанный с монетарным регулированием экономики в ответ на макроэкономические риски. Затем термин был употреблен в 1980 г. на встрече «Группы 10», а в 1986 г. понятие макропруденциального регулирования в первый раз появилось в официальном документе, но потом не употреблялось до 1992 г., после чего стало все чаще упоминаться в связи с необходимостью применения мер в ответ на внешние шоки.

<sup>135</sup> The liberalization and management of capital flows: an institutional view. Washington, DC: International Monetary Fund. - 2012

этот рост вызван нестабильностью финансовой системы, например необычно высоким ростом отношения кредитов к ВВП, то такая ситуация предполагает применение мер макропруденциального регулирования.

В некоторых развивающихся странах и странах с формирующимися рынками активно используются меры макропруденциального надзора, среди которых для нас особый интерес представляют меры, направленные на регулирование потоков трансграничного капитала и снижение валютных рисков, в частности, такие, как налоги на операции с капиталом, ограничения на открытые валютные позиции банков, вложения в активы, номинированные в иностранной валюте, заимствования в иностранной валюте, специальные требования по лицензированию и другие. Так, например, Китай, Индия, Бразилия, Аргентина, Индонезия, Республика Корея в посткризисный период стали активно применять меры по контролю за валютными операциями и операциями с иностранным капиталом<sup>136</sup>.

Макропруденциальная политика дает возможность снизить внутренние противоречия макроэкономической политики и позволяет значительно расширить пространство для маневра в достижении стабильности цен.<sup>137</sup> Если задачей обеспечения финансовой стабильности наделен центральный банк страны, то возникает вопрос об использовании инструментария денежно-кредитной политики, например, использование инструмента процентной ставки. Это может войти в противоречие с другой целью - обеспечение стабильности цен, тогда приходит на помощь макропруденциальная политика<sup>138</sup>.

Вопрос финансовой стабильности стал актуальным как никогда. Как показал глобальный финансовый и экономический кризис 2007-2008 гг., финансовые рынки и банковский сектор наиболее подвержены внешним шокам, особенно связанным с трансграничными потоками капитала, поэтому меры макропруденциального регулирования в современных условиях рассматривается международным сообществом как необходимые для предотвращения подобных колебаний рынков.

Макропруденциальный надзор может производиться разными регуляторами, но после финансового кризиса полномочия по проведению макропруденциального надзора агрегируются и все чаще передаются единому регулятору, в качестве которого может выступать либо центральный банк, либо финансовый мегарегулятор, отличный от

---

<sup>136</sup> Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.:Центральный банк России. - 2011; Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.:Центральный банк России. - 2012; Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.: Центральный банк России. - 2013

<sup>137</sup> Key aspects of macroprudential policy. Washington, DC: International Monetary Fund.- 2013

<sup>138</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

центрального банка. Хотя опыт многих стран, привел к тому, что все чаще стали говорить о необходимости передачи полномочий мегарегулятора центральному банку.

Согласно классификации «Группы 30» можно выделить следующие цели макропруденциального надзора и инструменты для их достижения<sup>139</sup>. В качестве первой цели выступает поддержание определенного уровня финансового левериджа. Инструментами макропруденциальной политики в данном случае могут выступать: 1) требования к достаточности капитала (меры по увеличению соотношения необходимого капитала к торговому портфелю, создание контрциклического буфера капитала и использование макропруденциального стресс-тестирования для оценки необходимого уровня капитала); 2) требования к валовой доле заемных средств в капитале. Вторая, определенная в документе цель, – это поддержание определенного уровня ликвидности, для чего могут применяться следующие меры: 1) использование буфера ликвидности; 2) отношение уровня основного капитала к остальным заемным средствам; 3) оценка несоответствия сроков погашения активов и обязательств. Следующими целями являются ограничение на расширение объема кредитов (инструментом является норматив отношения кредита к стоимости залога) и надзор за рыночной инфраструктурой и условиями ведения бизнеса. Похожую по смыслу, но более расширенную классификацию инструментов предлагает и Комитет по глобальной финансовой системе.

Центральный банк РФ считает, что макропруденциальная политика может противодействовать основным видам рисков финансовой системы, таким как макроэкономический риск и риск образования финансовых пузырей (для этого используются резервные требования, лимиты по объемам кредитования, налоги на потребительское кредитование), кредитный и рыночный риски (инструменты: коэффициент «кредит/стоимость обеспечения» (loan-to-value ratio) и коэффициент «доля долговых выплат в ежемесячном доходе» (debt-to-income), создание буферных и контрциклических резервов, ограничения на короткие продажи и ограничения по операциям с кредитно-дефолтными свопами), валютный риск и риск смены направления потоков капитала<sup>140</sup>. С точки зрения нашего анализа, интересным представляется последний вид риска. В качестве мер по противодействию данному риску могут применяться ограничения на открытые валютные позиции, на вложения в активы с номиналом в иностранной валюте, на заимствования в иностранной валюте, специальные требования по лицензированию и административные меры<sup>141</sup>. При этом к макропруденциальным мерам ЦБ относит также налоги на операции с капиталом, хотя

<sup>139</sup> Enhancing financial stability and resilience. Group of Thirty. - 2010

<sup>140</sup> Моисеев С.Р. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России//Банковское дело. - 2011.- № 3.- с.34-40

<sup>141</sup> Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.: Центральный банк РФ. - 2012

это, по сути, является чистой ограничительной мерой для трансграничного движения капитала. Такие ограничительные меры являются прямыми мерами противодействия потокам капитала, хотя и другие меры могут косвенно на них воздействовать.

Ускорение процессов глобализации привело к тому, что денежно-кредитная политика стран постепенно изменялась, переходя от ограничений на трансграничное движение капитала и фиксированного валютного курса к ослаблению ограничений на движение капитала и мягкой привязке валютного курса. Затем последовала стадия отмены ограничений на движение капитала, управляемого валютного курса и зависимой от валютной политики денежно-кредитной политики. Последней стадией в общей тенденции (в основном развитых стран) до мирового финансового кризиса стало отсутствие ограничений на движение капитала, свободное плавание валютного курса и независимая денежно-кредитная политика, в частности как мера предотвращения конкурентного обесценения внутренней валюты. Но кризис внес некоторые корректировки в отношении проведения денежно-кредитной политики в ответ на шоки трансграничного движения капитала. Так, некоторые страны стали вводить те или иные меры ограничения на движение спекулятивного краткосрочного капитала, а некоторые пошли на повышение управляемости валютного курса. Изменилось и отношение международных финансовых организаций к введению тех или иных мер по контролю за движением капитала. При постулате о необходимости дальнейшей финансовой интеграции, называются 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. В частности были введены некоторые налоговые меры, те или иные ограничения на снятие средств с депозитов и на движение краткосрочного капитала, а также меры валютного контроля. Так за 2013- 2014 гг. примерно 30% стран-членов МВФ применяли меры по ограничению трансграничного движения капитала.

Изменилось и отношение стран к режимам валютного курса. В период с 2008 по 2014 гг. произошло небольшое увеличение стран, придерживающихся режима жесткой привязки валютного курса, увеличилось число стран, придерживающихся режимов мягкой привязки курса, и сократилось число стран с режимом плавающего валютного курса. При этом интересно, что непосредственно в кризисный период, страны с жесткой привязкой остались верны этой политике, а вот количество стран с мягкой привязкой сократилось. Можно сделать вывод, что режим мягкой привязки валютного курса не

обеспечивает решение проблем в краткосрочной перспективе в ответ на резкие кризисные изменения в экономике. Но в общем идет тенденция к переходу от свободного валютного курса к тем или иным формам его регулирования.

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.

Но применение макропруденциальной политики направлено исключительно на предотвращение рисков финансовой системы, и не может рассматриваться как замена макроэкономической политики. При этом, не заменяя ее, макропруденциальное регулирование является важным вспомогательным элементом денежно-кредитной политики страны.

Как показал мировой финансовый кризис, банковский сектор в большей степени подвержен рискам со стороны нестабильных потоков капитала, а сбой функционирования банковской системы может нарушить финансовую стабильность, на что следует реагировать мерами макропруденциального надзора. Более того, в рамках регулирования банковской системы и предотвращения рисков все большее число стран стремится применить нормы, установленные Базельским комитетом: Базель II, Базель II.5 и Базель III. Последняя версия соглашения является ответом на вызовы финансового кризиса, в котором предполагается повышение требований к достаточности банковского капитала, ликвидности и показателям левериджа, снижая, таким образом, риски возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, стандарты Базеля III по сути являются макропруденциальными мерами в сфере регулирования банковского сектора.

### **3.3. Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации**

В 1992 - 1999 гг. Россия проводила достаточно жесткую политику по контролю над трансграничными потоками капитала, особенно усилившуюся в кризисный период. В качестве ориентира денежно – кредитной политики было выбрано таргетирование валютного курса в пределах валютного коридора, от которого пришлось отказаться во время кризиса 1998 г<sup>142</sup>.

Период с 2000 по 2006 гг. характеризовался мерами по либерализации валютного регулирования и трансграничного движения капитала. В 2001 г. началась постепенная

---

<sup>142</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник института экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

либерализация трансграничного движения частного капитала, были сняты ограничения на операции с портфельными инвестициями и разрешено открытие счетов в иностранных банках. В середине 2006 г. были сняты формальные ограничения на трансграничное движение капитала. Монетарные власти постепенно возвращались к таргетированию валютного курса в качестве основной цели денежно-кредитной политики. Значительным событием этого периода можно считать переход в 2005 г. от регулирования курса рубля к доллару к таргетированию бивалютной корзины<sup>143</sup>.

Российская экономика встретила кризис 2008 г. с денежно-кредитной политикой, ориентированной на валютный курс в условиях свободного движения капитала. Достижение относительно независимой монетарной политики было обеспечено использованием также инструментов бюджетно-налоговой политики для стерилизации избыточной денежной массы с помощью создания стабилизационного фонда<sup>144</sup>.

После кризиса Россия пошла по пути, подразумевавшему переход к свободному плаванию валютного курса и инфляционному таргетированию. Переход осуществлялся постепенно, путем расширения границ плавающего операционного интервала курсовой политики Банка России. В 2014 г. завершился переходный период, был упразднен валютный коридор, основной целью денежно-кредитной политики России стало инфляционное таргетирование<sup>145</sup>.

Конечная цель любой денежно-кредитной политики – повышение уровня экономической активности (инвестиционная деятельность, увеличение выпуска) в стране. Монетарные власти воздействуют на выпуск не напрямую, а через инструменты денежно-кредитной политики, которые передают импульсы изменения в реальный сектор через определенные каналы, так называемые каналы трансмиссионных механизмов.

Монетарная теория выделяет ряд трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики, описанных нами в параграфе 2.2.

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

---

<sup>143</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник институт экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

<sup>144</sup> Некипелов А.Д., Головин М.Ю. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики. - 2010.- № 1.- с.4-20

<sup>145</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник институт экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

на фондовые индексы, как было показано во второй главе, они не воздействуют на эффективность проведения денежно-кредитной политики через канал стоимости активов.

В процентном канале трансмиссионного механизма Банк России при помощи инструментов денежно-кредитной политики, например процентных ставок по операциям предоставления/привлечения ликвидности или операций на открытом рынке, влияет на процентные ставки рынка межбанковского кредитования, что приводит к изменению стоимости внутреннего заимствования кредитными организациями. Это в свою очередь заставляет их корректировать свое экономическое поведение, что ведет к изменению реальных процентных ставок и, соответственно, инвестиционного спроса, выпуска и занятости<sup>146</sup>.

Суть действия широкого кредитного канала трансмиссионного механизма заключается в том, что Банк России воздействует инструментами денежно-кредитной политики на уровень ликвидности банковского сектора, изменяя тем самым объем предложения кредитов кредитными организациями, что ведет к изменению их стоимости. В зависимости от стоимости кредитов изменяется поведение экономических агентов в реальном секторе.

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.

Что касается процентного канала, где в качестве индикативного показателя выступает межбанковская ставка по кредитам, то авторы сходятся во мнении<sup>147</sup>, что на первом этапе канал неэффективен. Банк России имеет возможность влиять на межбанковскую процентную ставку, но его влияние практически не значимо в связи с воздействием других факторов. Работоспособность данного канала в российской экономике осложняется также отсутствием индикативной ставки процента Банка России, переходом от валютного к инфляционному таргетированию, наличием значительного объема внешнего финансирования в пассивах кредитных организаций, слабым развитием рынка государственного долга.

---

<sup>146</sup> Леонтьева Е. Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России. CEFIR/NES working papers series.- 2012.- № 175. URL: [www.cefir.ru/download.php?id=3403](http://www.cefir.ru/download.php?id=3403) ( дата обращения :15.11.2015 г.)

<sup>147</sup> Леонтьева Е. Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России. CEFIR/NES working papers series.- 2012.- № 175. URL: [www.cefir.ru/download.php?id=3403](http://www.cefir.ru/download.php?id=3403) ( дата обращения :15.11.2015 г.); Дробышевский С.М., Трунин П.В., Кошелевский М.В.. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике/ Институт экономики переходного периода. Научные труды.-2008.- № 116Р; Семитуркин О.М. Исследование эффективности каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики/ Деньги и кредит.-2013.- 5; Головнин М.Ю. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации/ Вопросы экономики. – 2009.-№ 4.

Что касается кредитного канала, то на первом этапе он практически неработоспособен. Причиной этому является возможность альтернативного внешнего кредитования, в частности через дочерние представительства иностранных банков в России. Но канал эффективен в кризисные периоды, когда возникают шоки ликвидности банковского сектора и снижается возможность внешнего финансирования (как например, в кризис 2008 г. и 2014 г.). Усилению эффективности кредитного канала способствует и расширение списка активов, выступающих в качестве залога по кредитам Банка России. Что касается второго этапа работы кредитного канала, то стоит отметить, что он был относительно эффективным, чему способствовал рост кредитования частного сектора в отсутствие других источников финансирования в связи с неразвитостью фондового рынка. Но в последнее время, особенно в 2014-2015 гг., его эффективность значительно снизилась на фоне существенного увеличения стоимости кредитных ресурсов банковской системы и долгосрочных ожиданий в отношении ухудшения состояния и рисков стабильности банковского сектора.

Банк России может управлять поведением экономических агентов через канал валютного курса. Прямое воздействие монетарных властей на валютный курс оказывается через применение валютных интервенций. Либо в ситуации свободного движения капитала и плавающего валютного курса осуществляется косвенное воздействие путем регулирования процентных ставок. Канал валютного курса является самым работоспособным в российской экономике. Этому способствует несколько факторов. Как было показано нами в предыдущей главе, уровень долларизации экономики России находится на уровне 20-30% процентов, а в кризисные периоды достигает 40-50%. Поэтому высокий уровень сбережений в иностранной валюте повышает работоспособность валютного канала. Также увеличению воздействия денежно-кредитной политики на реальный сектор через валютный канал способствуют значительный объем импорта, как в потребительском секторе, так и в производстве (доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли в среднем 44% в период с 2010 г. по 2014 г., и 37% за первые три квартала 2013 г.)<sup>148</sup>, а также высокий уровень долга, номинированного в иностранной валюте. Осложняющими факторами в работе валютного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики является высокая зависимость валютного курса от внешних факторов, в первую очередь от динамики цен на нефть, а также от колебаний трансграничных потоков капитала.

Таким образом, можно сделать следующие выводы о трансмиссионных механизмах денежно – кредитной политики в России. На основе проведенного эконометрического

---

<sup>148</sup> Единая межведомственная информационно-статистическая база  
(URL:<https://www.fedstat.ru/indicator/data.do?id=37165>)

анализа в параграфе 2.2, 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 на первом этапе действия процентного канала. Такое различие с теоретическими предпосылками и результатами, описанными выше, может заключаться в анализируемом периоде, так как при переходе Банка России к политике инфляционного таргетирования, эффективность первого этапа процентного канала увеличивается. Было подтверждено значительное влияние трансграничного движения капитала на межбанковскую ставку процента, при этом на нее оказывают влияние потоки прямых, портфельных и прочих инвестиций, которые в основном и определяют ее динамику. 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 в нашем эконометрическом анализе, было показано, что помимо влияния цены на нефть 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 оказывают влияние на эффективность работы трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики. Поэтому монетарные власти должны при принятии решений учитывать процессы, происходящие в международном движении капиталов. Проанализируем теперь как на практике изменялась денежно-кредитная политика Банка России в ответ на шоки со стороны трансграничных потоков капитала.

Период с 2000 по 2006 гг. характеризовался мерами по либерализации валютного регулирования в сфере трансграничного движения капитала. В 2001 г. началась постепенная либерализация трансграничного движения частного капитала, были сняты

ограничения на операции с портфельными инвестициями и разрешено открытие счетов в иностранных банках. В 2003 г. при положительном действии внешних факторов, способствующих притоку экспортной выручки, стало значительно увеличиваться предложение иностранной валюты, а в условиях ограничений на движение капитала такой рост предложения стал сказываться в значительном укреплении курса рубля. В конце 2003 г. был принят новый закон «О валютном регулировании и валютном контроле»<sup>149</sup>. Процесс либерализации продолжался, и в 2004 г. были ослаблены меры контроля за иностранными счетами резидентов, снижены нормы резервирования по валютным счетам резидентов и нерезидентов.

При этом монетарные власти постепенно возвращались к таргетированию валютного курса. Значительным событием этого периода можно считать переход в 2005 г. от регулирования курса рубля к доллару к таргетированию бивалютной корзины, состоявшей на конец 2005 г. из 0,65 единиц доллара США и 0,35 единиц евро.

В середине 2006 г. были сняты формальные ограничения на трансграничное движение капитала. При этом стоит отметить, что сохранился такой инструмент сдерживания потоков капитала, как норматив обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций перед банками-нерезидентами в валюте Российской Федерации и иностранной валюте. Значительный рост чистого притока капитала в 2006 г. способствовал увеличению ликвидности в банковской системе, поэтому для стерилизации излишнего денежного предложения и недопущения роста инфляции данный норматив был повышен с 2 % до 3,5 %.

В III квартале 2007 г. в связи с оттоком капитала, ставшим реакцией на первые потрясения на мировых финансовых рынках, для повышения ликвидности банковской системы в три раза по сравнению с 2006 г. были увеличены объемы предоставленных кредитов овернайт и в четыре раза сумма ломбардных кредитов, а также на 18% вырос объем внутредневных кредитов банка России, которые в несколько раз превышали остальные инструменты кредитования.

Российская экономика встретила кризис 2008 г. с денежно-кредитной политикой, ориентированной на валютный курс в условиях свободного движения капитала. Достижение относительно независимой монетарной политики было обеспечено

---

<sup>149</sup> Федеральный закон N 173-ФЗ "О валютном регулировании и валютном контроле" от 10.12.2003 [электронный ресурс]. (С изменениями и дополнениями от 05.05.2014). Доступ из справ. -правовой системы «Консультант Плюс».

использованием также инструментов бюджетно-налоговой политики для стерилизации избыточной денежной массы с помощью создания стабилизационного фонда<sup>150</sup>.

Первоначальное проявление кризиса выразилось в резком оттоке капитала, который оказал значительное давление на валютный курс. Поэтому монетарным властям в условиях действующего режима необходимо было применять инструменты по стабилизации курса. При этом одновременно требовалось поддерживать банковский сектор, что, при свободном движении капитала, было проблематично. Регулирование валютного курса, подразумевающее высокие ставки процента, и поддержание банковской системы вошли в противоречие. Более того, средства, выделяемые для увеличения уровня ликвидности банковской системы, направлялись в иностранные активы, а это оказывало давление на валютный курс, в ответ на что Банку России приходилось увеличивать объем валютных интервенций и предоставлять банкам дополнительные объемы иностранной валюты, которые выводились за рубеж либо самими банками, либо их клиентами<sup>151</sup>.

Таким образом, возникает вопрос о том, являлась ли данная комбинация денежно-кредитной политики оптимальной, позволяла ли она абсорбировать внешние шоки, связанные, в частности, с резкими изменениями потоков капитала? Как показал опыт – нет. Опыт других развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, свидетельствует, что наиболее удачной комбинацией, позволяющей странам переносить шоки более устойчиво, является либо свободный валютный курс, свободное движение капитала и независимая денежно-кредитная политика, либо регулируемый валютный курс, ограничения на движение капитала и относительно независимая денежно-кредитная политика.

Рассмотрим подробнее, какие механизмы применял Банк России для стабилизации ситуации в банковском секторе, испытывавшим трудности с ликвидностью, вызванные, в том числе, оттоком капитала. Многократно были увеличены объемы средств, предоставленных через аукционы РЕПО, при этом наибольшие объемы средств были предоставлены через однодневные аукционы. В III квартале 2008 г. объем этих средств в среднем за квартал составил 4911 млрд. руб., в IV квартале 2008 г. – 9439 млрд. руб., а I квартале 2009 г. – 10 196 млрд. руб., через трехдневные аукционы РЕПО за те же кварталы соответственно 1065 млрд. долл., 2311 млрд. долл., 2061 млрд. долл.

---

<sup>150</sup> Некипелов А.Д., Головнин М.Ю. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики.- 2010.- № 1.- с.4-20

<sup>151</sup> Головнин М.Ю. Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации. М.: Институт экономики РАН.- 2012.

Банк России значительно (до 0,5%) снизил норму обязательного резервирования по всем видам обязательств, в том числе перед нерезидентами. Согласно отчету Банка России, в результате этого банковский сектор дополнительно получил 100 млрд. рублей.<sup>152</sup> За 2008 г. существенно вырос объем средств, предоставленных в виде кредитов с обеспечением, особенно за счет кредитов овернайт, ломбардных кредитов и кредитов, обеспеченных активами и поручительствами.

В кризисный период Банк России стал применять такой ранее не использовавшийся инструмент денежно-кредитной политики, как предоставление кредитов без обеспечения. Использование такого рискованного инструмента во время кризиса было обоснованным, так как в условиях падения фондового рынка, а соответственно и стоимости ценных бумаг, а также уменьшения портфелей ценных бумаг, которые могли выступить в качестве обеспечения при получении кредитов, только привлечение необеспеченных кредитов позволило повысить уровень ликвидности банковской системы. Инструмент кредитования без обеспечения действовал с конца 2008 г. по 1 января 2011 г. Кредиты выдавались на 5 недель, 3 месяца, 6 месяцев и 1 год. Максимальные объемы средств, которые предоставлялись банкам без обеспечения, выдавались в период с 20 октября 2008 г. по 31 августа 2009 г., когда была предоставлена последняя крупная сумма (свыше 50 млрд. руб.). Пик выданных кредитов пришелся на IV квартал 2008 г., покрывая отток средств по линии прочих инвестиций из банковской системы. Совокупный объем кредитов без обеспечения за IV квартал 2008 г. составил 3029,4 млрд. руб. Что в пересчете по текущему курсу составило 111,2 млрд. долл. - величина, сопоставимая с оттоком капитала за границу за тот же период по линии прочих инвестиций (112 млрд. долл.).<sup>153</sup>

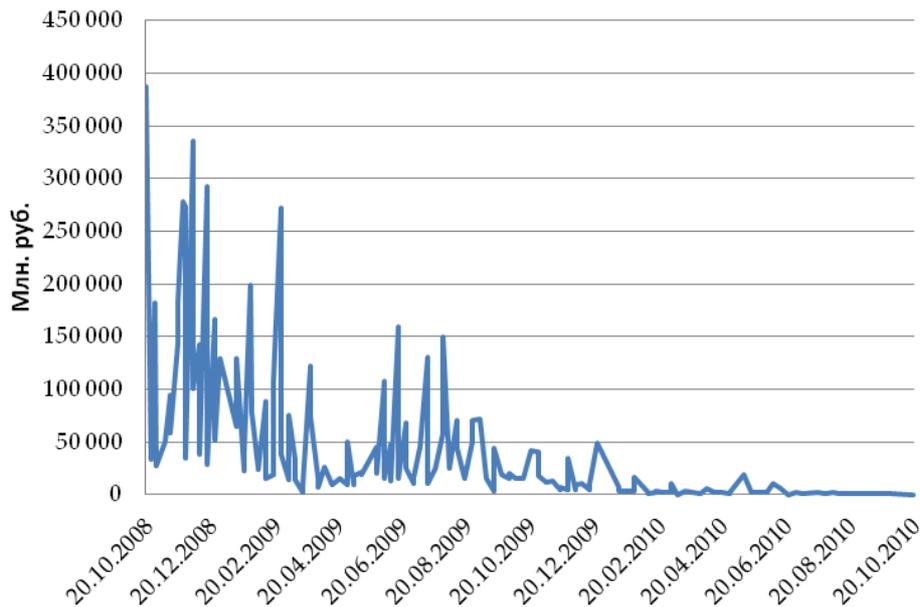
*График 15*

---

<sup>152</sup> Квартальный обзор инфляции. М.: Центральный банк России.- III квартал 2008

<sup>153</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник института экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

### Совокупный объем выданных кредитов без обеспечения



Источник: Центральный банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

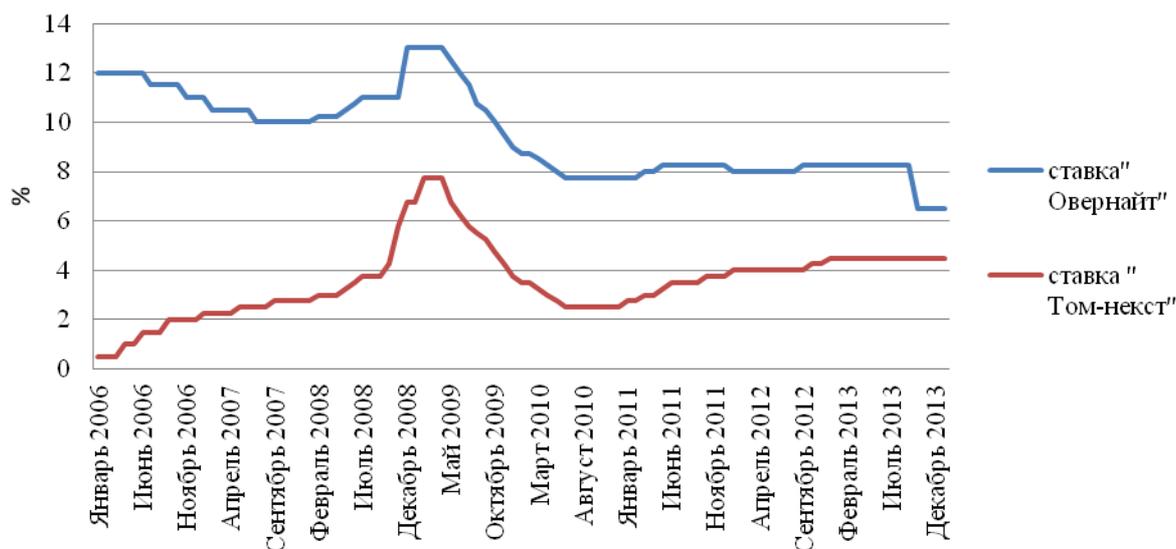
Для предоставления ликвидности банкам также использовались операции валютного свопа. В целом за IV квартал 2008 г. было предоставлено по сделкам "валютный своп" Банка России по валютной паре доллар/рубль 35,4 млрд. долл., а по паре евро/рубль - 17,9 млрд. евро<sup>154</sup>.

В качестве меры по противодействию оттоку капитала были также повышены ставки Банка России. Верхняя граница процентных ставок (ставка по операциям овернайт), была повышена в декабре 2008 г. до 13%, а нижняя граница (ставка по депозитам на условиях «Том некст»), - до 6,75%.

График 16

<sup>154</sup> Квартальный обзор инфляции. М.: Центральный банк России. - III квартал 2008; Квартальный обзор инфляции. М.: Центральный банк России. - IV квартал 2008.

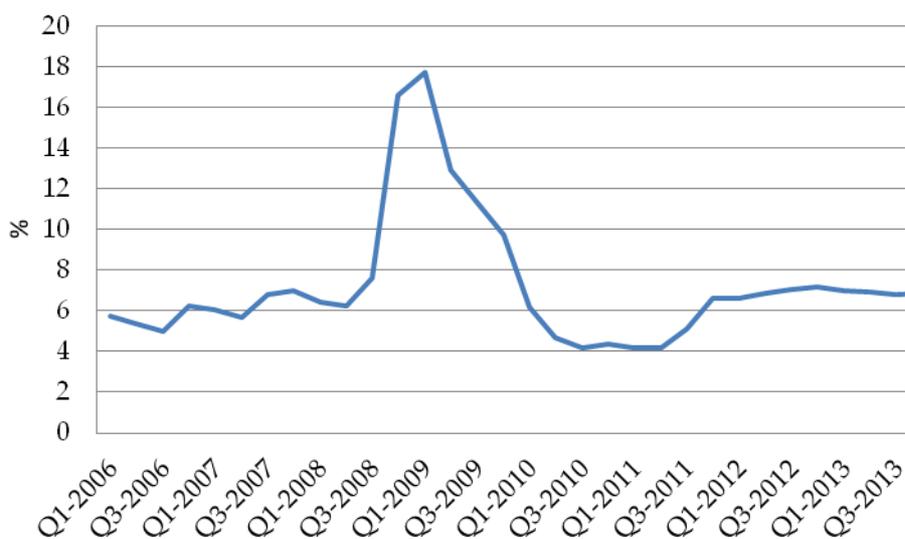
### Ключевые ставки Банка России



Источник: Центральный Банк РФ

График 17

### Краткосрочная межбанковская процентная ставка \*



Источник: ThomsonReuters.DataStream.

\*Краткосрочная межбанковская процентная ставка – средневзвешенная ставка всех межбанковских трехмесячных ставок денежного рынка

При этом отток капитала не снижался, поэтому, несмотря на значительные финансовые вливания в банковскую систему, остро ощущался недостаток ликвидности, в связи с невозможностью перекредитования на внешних рынках, что привело к росту краткосрочных процентных ставок межбанковского рынка. Как видно из графика агрегированной краткосрочной 3х-месячной процентной ставки, произошел ее резкий рост в IV квартале 2008 г. В частности, ставка MIACR по однодневным кредитам возросла в несколько раз и составляла в среднем за данный квартал 13%. Аналогична и

динамика ставки по размещенным банками МБК, значение 3-х месячной ставки выросло до 20% против 9% в предыдущем квартале.. Средняя ставка по рублевым депозитам физических лиц в кредитных организациях сроком до 1 года выросла до 9%. Одновременное повышение стоимости заемных средств как на межбанковском рынке кредитования, так и в виде привлеченных депозитов повлекло за собой рост ставок по кредитам в банковской системе<sup>155</sup>.

График 18



Источник: Центральный Банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru))

---- Средневзвешенная ставка по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям

— Средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц в кредитных организациях

Динамика средневзвешенных процентных ставок по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым предприятиям в рублях сроком до 1 года, повторяет динамику ставок межбанковского кредитования и ставок по депозитам. В IV квартале 2008 г. ставки достигли пика в 15% против 12% в предыдущем квартале. Аналогичная динамика наблюдалась и в 2009 г.<sup>156</sup>

После кризиса Банк России начал реализовывать программу перехода к политике свободного плавления курса рубля. Переход осуществлялся постепенно, путем расширения границ плавающего операционного интервала курсовой политики Банка России. В марте

<sup>155</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник институт экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

<sup>156</sup> Там же.

2009 г. операционный интервал бивалютной корзины составлял 2 рубля, а к 2013 г. был расширен до 7 рублей.

В 2009 г. начали проводиться операции прямого РЕПО на сроки 6 и 12 месяцев, а также аукционы по предоставлению кредитов без обеспечения сроком 1 год. В конце года начала повышаться норма резервирования, значительно снизились объемы средств по операциям предоставления ликвидности.

Проведенные меры в совокупности со стабилизацией трансграничных потоков капитала привели к снижению межбанковских процентных ставок и ставок по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым предприятиям.

В конце 2011 г. банки вновь оказались в ситуации перехода от избыточной ликвидности к ее нехватке в результате оттока капитала по линии прочих инвестиций, в том числе из-за усиления нестабильности на внешних рынках в связи с кризисом в еврозоне. Повышенный спрос на инструменты фондирования и сниженный интерес к ценным бумагам провоцировал рост ставок по кредитам и депозитам<sup>157</sup>.

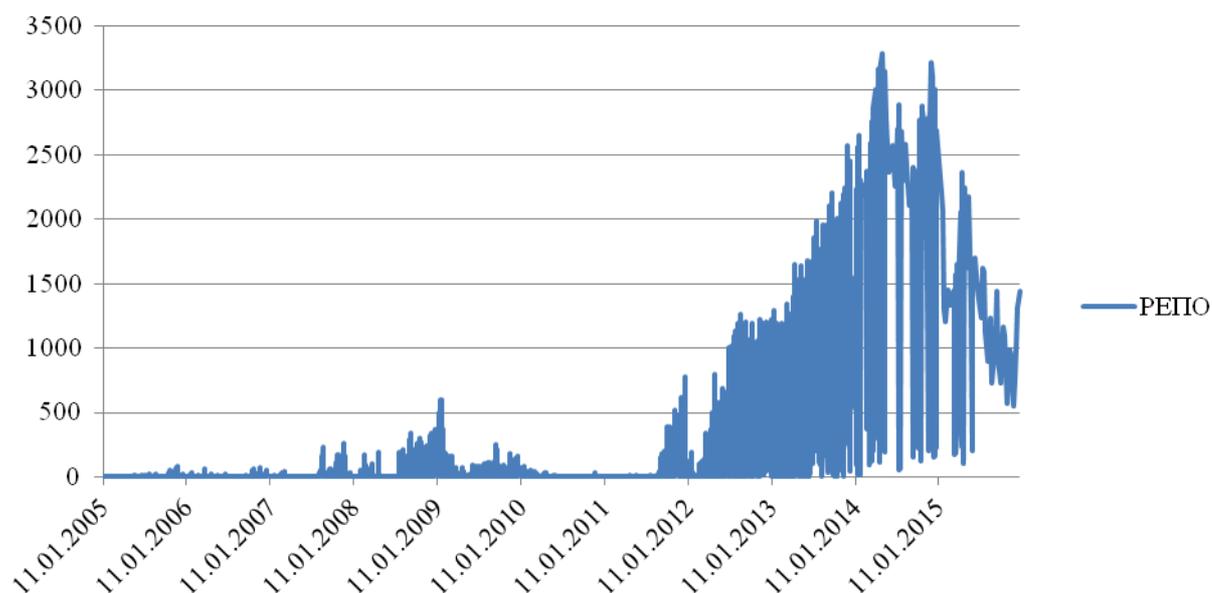
Монетарные власти приняли меры для увеличения рефинансирования кредитных организаций. Для поддержания уровня ликвидности Центральным банком были возобновлены аукционы прямого РЕПО и ломбардного кредитования на срок 12 месяцев, а также кредиты под обеспечение нерыночными активами и золотом на полгода и год. В IV квартале 2011 г. был существенно увеличен объем средств, предоставляемых через однодневные операции РЕПО. Существенное увеличение предоставленных средств с 2012 г. по 2014 г. обусловлено переходом Банка России к использованию аукциона РЕПО в качестве основного инструмента регулирования уровня ликвидности банковской системы и процентных ставок. В условиях снижения уровня ликвидности в 2014 г. был расширен перечень активов в Ломбардном списке, увеличены объемы предоставляемых средств под нерыночные активы и сроки предоставления кредитов. Рост объемов кредитования по операциям РЕПО несколько компенсировал отток капитала из банковского сектора.

*График 19*

---

<sup>157</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник института экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

### Совокупный объем средств, предоставленных через аукционы РЕПО ( 2005-2015 гг. ), млрд. руб.



Источник: Центральный Банк РФ ( cbr.ru)

Во второй половине 2014 г. денежно-кредитная сфера России испытала на себе влияние нескольких внешних 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 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, долларизации экономики и уменьшения доходности спекуляций против рубля Банком России была повышена ключевая ставка до 17%<sup>158</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.

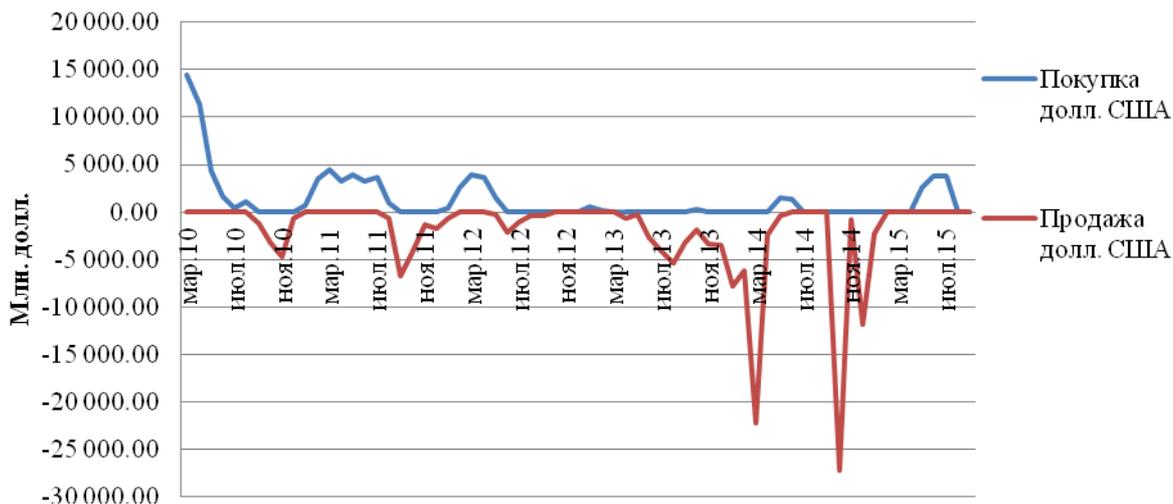
При этом пока Банк России оставляет за собой право валютных интервенций в случае шокового изменения валютного курса. Так, значительные колебания курса в 2014 г. в связи со значительным оттоком капитала, вынудили Банк России неоднократно

<sup>158</sup> Обзор финансовой стабильности. М: Центральный Банк России. - IV квартал 2014 –I квартал 2015.

проводить интервенции на валютном рынке, хотя их объем был сокращен до 350 млн. долл. США в день.

График 20

### Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке



Источник: Центральный Банк РФ ( cbr.ru)

Введенные финансовые санкции ограничили возможность для российских компаний и кредитных организаций рефинансировать внешний долг, а также перекрыли доступ к внешним источникам иностранной валюты. Повысился спрос компаний на иностранную валюту на внутреннем рынке, что также оказало давление на курс рубля.

В качестве меры поддержания валютного курса и для предоставления иностранной валюты в условиях ее дефицита у кредитных организаций, Банком России были введены специальные инструменты предоставления ликвидности кредитным организациям в иностранной валюте, а именно аукционы РЕПО в иностранной валюте и сделки «валютный своп», впоследствии были расширены сроки предоставления валюты в рамках механизма валютного РЕПО (1 неделя, 28 дней, 365 дней), процентные ставки по предоставлению были снижены до ставок LIBOR +0,5 п.п.<sup>159</sup> Был введен до 2017 года инструмент предоставления кредитным организациям кредитов в иностранной валюте, под обеспечение кредитными требованиями в иностранной валюте (28 дней, 365 дней)<sup>160</sup>. Таким образом, был предоставлен дополнительный объем иностранной валюты в обход валютного рынка, что предотвратило еще большее падение курса рубля в связи с оттоком капитала.

<sup>159</sup> Там же.

<sup>160</sup> О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора. М: Центральный Банк РФ.- 2014.

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<sup>161</sup>. Из опыта развивающихся стран и стран с формирующимися рынками можно сделать вывод о том, что свободному плаванию в обязательном порядке должно предшествовать развитие финансовой системы<sup>162</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.

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 (см. параграф 2.2. главы 2). 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<sup>163</sup>.

В целом, из анализа текущей денежно-кредитной политики, можно сделать вывод, что Россия не готова к переходу к одной из крайностей «триады» (свободное движение капитала, свободное плавание валютного курса и независимая денежно-кредитная политика), и пока находится в условиях переходного периода, характеризующегося управляемым плаванием валютного курса, инфляционным таргетированием и свободным движением капитала. Что же касается последнего, то прошедший финансовый кризис поставил вопрос о целесообразности применения инструментов контроля за потоками спекулятивного капитала<sup>164</sup>.

В условиях отсутствия ограничений на трансграничное движение капитала, монетарная политика достаточно неустойчива и подвержена влиянию внешних шоков, вызываемых международным движением капитала. Российскими авторами высказывается мнение, о необходимости введения некоторых мер контроля за капиталом, в частности, введения так называемого «налога Тобина» на трансграничные сделки с

---

<sup>161</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник институт экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

<sup>162</sup>Перспективы развития мировой экономики. Вашингтон, округ Колумбия: Международный валютный фонд д. - 2013.- с. 121-142

<sup>163</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник институт экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

<sup>164</sup> The liberalization and management of capital flows: an institutional view. Washington: International monetary fund (IMF).- 2012

капиталом<sup>165</sup>, чтобы снизить объемы спекулятивных операций, снизив их эффективность<sup>166</sup>. В международной практике, как было показано выше, все большую популярность приобретает политика введения тех или иных ограничительных мер в качестве инструментов противодействия внешним шокам, вызываемым волатильными потоками капитала. Хотя монетарными властями России вопрос о введении ограничений на движение капитала не ставится<sup>167</sup>.

Отдельного рассмотрения заслуживает вопрос либерализации трансграничного движения капитала. Либерализация трансграничных потоков капитала предполагает прохождение определенных стадий. На первой стадии либерализуется движение прямых инвестиций, как наименее волатильных и рискованных. После подготовки внутренней монетарной системы и валютного регулирования возможно либерализовать долгосрочные потоки трансграничного капитала, при этом краткосрочные потоки подвергаются контролю. Как уже было отмечено, именно краткосрочные потоки капитала связаны с рисками для финансовой системы страны. Поэтому прежде, чем либерализовать данный вид потоков капитала, необходимо провести значительную работу в области финансовых рынков, подготовить финансовый и корпоративный сектор к либерализации потоков капитала, провести реформу денежного рынка, небанковских финансовых посредников: страхового рынка и пенсионного фонда, а также провести работу по реформированию и усилению пруденциального регулирования. После чего возможна полная либерализация, которая должна сопровождаться соответствующим режимом валютного регулирования и монетарной политики.

Несмотря на 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

---

<sup>165</sup> Головнин М.Ю. Новые вызовы глобализации для национальной денежно-кредитной политики//Институциональные механизмы и факторы устойчивости денежно-кредитной системы: национальный и международный уровень.- М. Институт экономики РАН.- 2012.- с. 31-51

<sup>166</sup> Некипелов А.Д. Некипелов: нельзя спасать бюджет за счет нефтяников/Вести.Экономика. - 2015. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/64639> (Дата обращения: 15.12.2015); Некипелов А.Д. Применение угроз// Итоги.-2013.- № 05(869). URL: <http://www.itogi.ru/delo/2013/5/186572.html> (дата обращения: 15.12.2015)

<sup>167</sup> Зыкова Т. Моисеев: Введение контроля за движением денег из России не обсуждается// Российская газета.- 2014. URL: <http://www.rg.ru/2014/03/18/investicii-site-anons.html> (дата обращения: 7.07.2014)

приведении к 1 марта 2015 г. величины чистых валютных активов к уровню не выше, чем на 1 октября 2014 г.<sup>168</sup>.

Прошедшие финансовые кризисы поставили перед монетарными властями также вопрос о необходимости применения специальных инструментов денежно-кредитной политики в дополнение к традиционным для обеспечения финансовой стабильности в экономике.

Россия следует международному опыту введения макропруденциального регулирования, направленного в основном на банковский сектор, финансовая устойчивость которого отслеживается по таким показателям, как достаточность капитала, кредитный риск, уровень ликвидности, уровень рыночного риска, а также по показателям рентабельности и другим показателям финансовой деятельности<sup>169</sup>. В рамках макропруденциального регулирования Банком России активно внедряются нормативы Базеля II, II.5 и III, при этом некоторые нормативы для банковского сектора, введенные Центральным банком, даже превышают рекомендованные Базельским комитетом, что вызывает у некоторых исследователей опасения в отношении жесткости регулирования банковского сектора. Так или иначе, введение таких нормативов призвано повысить устойчивость банковской системы к шокам, в частности шокам нестабильных трансграничных потоков капитала, и создать возможность самостоятельного преодоления кризисных ситуаций при помощи создания «буферного» запаса капитала и повышения уровня финансовой устойчивости. Такое направление развития представляется крайне важным, так как противодействие внешним шокам и спасение банковской системы, наиболее подверженной внешнему влиянию через канал трансграничных потоков капитала мерами исключительно денежно-кредитной политики, может входить в противоречие с другими целями последней и оказаться не оптимальным.<sup>170</sup> К сожалению, на данный момент, кроме нормативов Базеля II, II.5 и III, иные инструменты макропруденциального регулирования не применяются и не рассматриваются для введения.

Как нам представляется, Россия перешла от второй ступени либерализации потоков капитала к полной либерализации без проведения соответствующей подготовки. Поэтому российская финансовая система не смогла противостоять масштабному оттоку краткосрочного капитала. Более того, в период трансформации денежно-кредитной

---

<sup>168</sup> Обзор финансовой стабильности. М: Центральный Банк России. - IV квартал 2014 –I квартал 2015.

<sup>169</sup> Обзор банковского сектора Российской Федерации. М.:Центральный банк России. - 2013.- № 132.

<sup>170</sup> Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник института экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140

системы, когда мы переходим от регулируемого валютного курса к свободному и к режиму инфляционного таргетирования, и когда наша финансовая система недостаточно развита, представляется целесообразным введение тех или иных ограничительных мер, способных защитить финансовые рынки и банковский сектор от резкого оттока краткосрочного капитала (особенно спекулятивного капитала, представленного портфельными и прочими инвестициями) в будущем. Хотя сильный приток капитала также значительно влияет на основные монетарные показатели, не говоря уже о возможном вреде, который может быть причинен укреплением рубля. Поэтому приток капитала в условиях сохранения значительного процентного дифференциала с развитыми странами также необходимо контролировать.

Что касается перехода России к режиму инфляционного таргетирования, то тут также следует определить возможные риски. Одним из недостатков является отсутствие должного внимания к сильным колебаниям цен на финансовые активы на рынке ценных бумаг.<sup>171</sup> В результате чего, значительный сектор финансовой системы оказывается не защищенным от возможных внешних шоков. Более того, при режиме таргетирования инфляции, монетарные власти могут войти в противоречие с задачей поддержания стабильности цен и финансовой стабильности. Поэтому для эффективного регулирования не затрагиваемых мерами денежно-кредитной политики секторов и обеспечения финансовой стабильности, а также для расширения монетарного инструментария, необходимо продолжать активную работу по внедрению макропруденциального регулирования в России. Пока макропруденциальное регулирование касается только банковского сектора. Это достаточно важные нововведения в денежно-кредитной политике, 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.

Но, к сожалению, можно отметить пока еще слабое развитие макропруденциального регулирования, касающегося рынка ценных бумаг, страхового рынка, негосударственных пенсионных фондов и других сегментов финансового рынка<sup>172</sup>. Регулирование этих секторов также важно, так как волатильные потоки капитала и иные внешние шоки, также сильно могут воздействовать на эти сектора, как и на банковский, и нужно иметь соответствующий инструментарий, позволяющий корректировать

---

<sup>171</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

<sup>172</sup> Хотя в Департаменте финансовой стабильности Банка России ведется активная работа по мониторингу показателей финансовой стабильности и рисков.

положение на финансовых рынках при отрицательной динамике основных показателей финансовой стабильности.

## Заключение

*1. Финансовая глобализация привела к значительному увеличению трансграничного движения капитала между странами, что помимо выгод имело и недостатки. Шоки движения капитала такие, как значительное увеличение притока иностранного капитала с последующей резкой «остановкой» и «разворотом», оказали влияние на отношение монетарных властей развивающихся стран и стран с формирующимися рынками к выбору комбинации целей денежно-кредитной политики, позволяющей наилучшим образом противостоять колебаниям международного движения капитала.*

Интеграция финансовых рынков и либерализация международного движения капитала привели к значительному увеличению трансграничных потоков капитала. Свои границы для свободного движения потоков капитала стали открывать развивающиеся страны и страны с формирующимися рынками в 1980 - начале 1990-х гг. (Латинская Америка, ЦВЕ, Юго-Восточная Азия, страны СНГ, Россия и др.). Начиная с 1990-х годов, в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками возрастает объем трансграничных финансовых потоков. Пик увеличения совокупных потоков капитала пришелся на 2006-2007 гг. Суммарные объемы всех основных типов потоков капитала с 1990 по 2007 гг. выросли в 20 раз. Все более интегрированными становятся и валютные рынки, на динамику которых воздействует множество факторов, одним из которых является трансграничное движение капитала.

В условиях либерализации и финансовой открытости у экономических агентов появляется больший доступ к внешним займам, что нивелирует экономические дисбалансы спроса и предложения капитала на рынках, особенно рынках стран с формирующимися рынками, нуждающихся в дополнительных средствах для развития экономики. И чем больше стран открывают свои границы для международного движения капитала, тем более диверсифицированными становятся кредитные линии и источники финансирования дефицита заемных средств.

Но, как показали финансовые кризисы последних лет, не все так хорошо и у либерализации и увеличения трансграничных потоков капитала есть и негативная сторона. Финансовая открытость делает страну уязвимой к внешним шокам, к различным процессам «заражения» внутри региона. 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 требований и обязательств по отношению к загранице, нестабильность капитальных потоков и связанные с этим риски, приток иностранного капитала, приводящий к завышению цен национальных активов. Волатильные и чрезмерные капитальные потоки 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» и «разворот потоков капитала». Резкое прекращение притока инвестиций, а затем и последующий масштабный отток дестабилизируют экономику через влияние на основные монетарные показатели. Немаловажным также является влияние проводимой монетарной политики развитых стран на финансовые рынки стран с формирующимися рынками. Так, проведение политики количественного смягчения в США стимулировало активность инвесторов в отношении развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, характеризующихся более высокими процентными ставками. Вместе с тем, анонсирование сворачивания политики количественного смягчения в 2013 г. вызвало значительные колебания рынков ценных бумаг стран и валютных рынков этих стран. Вышеперечисленные шоки влияют на все типы трансграничных потоков капитала. Но наиболее значимым для стабильности финансовой системы стран является изменение динамики и направления краткосрочного спекулятивного капитала под влиянием ожиданий иностранных инвесторов относительно состояния экономики страны или событий внешнего мира. Так, негативная информация или ожидания в отношении ухудшения макроэкономических показателей и инвестиционного климата страны могут привести к выводу в быстрые сроки спекулятивного капитала с финансовых рынков, что окажет влияние на валютный курс и основные монетарные показатели. И чем выше доля нерезидентов, тем острее будут колебания потоков спекулятивного капитала.

Таким образом, перед странами встает задача выбора оптимальной комбинации политики валютного курса, контроля за потоками капитала и денежно-кредитной политики в рамках ограничений «трилеммы» для обеспечения финансовой стабильности и противодействия внешним шокам.

*2. Волатильные трансграничные потоки капитала (прямые, портфельные и прочие инвестиции), колебания которых зависят от многих внешних факторов, могут нанести вред экономике России в отсутствие механизмов контроля движения капитала.*

В структуре трансграничных потоков капитала прочие инвестиции с начала 2000-х гг. и до 2009 г. занимали более половины, а до 1996 г. – около 90% от всего объема валовых трансграничных потоков. На втором месте идут прямые инвестиции, а на третьем – портфельные. После кризисного 2008 г. доля операций с прочими инвестициями сократилась до 20%, и оставалась такой на протяжении 2-х лет, так как кредитная активность банковского сектора на тот период еще не восстановилась. А вот доля прямых инвестиций в связи с меньшей волатильностью и посткризисным снижением стоимости активов в этот период возросла и в 2009-2010 гг. была больше половины. А начиная с 2011 г. долевое отношение в совокупном валовом объеме трансграничных потоков капитала прямых и прочих инвестиций практически сравнялось до уровня 42%-43%. После кризисного 2008 г. значительно возросли объемы трансграничных операций с финансовыми производными инструментами, их доля с 2009 г. составила около 13%.

Анализ трансграничного движения капитала и оценка инвестиционной активности, как резидентов, так и нерезидентов, применительно к России осложняется наличием значительных потоков капитала, связанных с офшорами. Прямые инвестиции являются наименее чувствительными к внешним и внутренним факторам, и реагируют изменением динамики в меньшей степени, чем портфельные и прочие инвестиции. Самыми сильными шоками для прямых инвестиций за анализируемый период были сделки купли/продажи крупных компаний, а также кризисы на рынках стран – основных офшоров. На динамику прямых инвестиций повлияли также развитие и расширение российского рынка и макроэкономическая стабильность, последующее снятие валютных ограничений в 2006 г., финансовый кризис 2008 -2009 гг., введенные в 2014 г. в отношении России финансовые санкции

Портфельные инвестиции в основном отражают динамику трансграничного движения краткосрочного капитала и больше всего по сравнению с другими видами инвестиций реагируют на внешние шоки. Этому способствует наличие достаточно высокой доли (порядка 30%) нерезидентов на фондовом рынке. Таким образом, нестабильность на внешних рынках, или негативные известия о состоянии российского рынка, или ожидания негативных событий (не говоря уже о самих событиях) приводят к продаже активов нерезидентами с последующим падением фондового рынка, что оказывает влияние уже на остальные монетарные показатели, прежде всего на валютный курс. Примерами такой значительной реакции портфельных инвестиций является вывод средств нерезидентов в острую фазу кризиса 2008 г., а также в период конца 2013 – 2014

гг., когда на фондовый рынок, и впоследствии на валютный курс, оказала влияние продажа активов нерезидентами в связи со сворачиванием программы количественного смягчения и снижением цены на нефть, а затем негативные ожидания нерезидентов в связи с политической ситуацией на Украине и введенными финансовыми санкциями. Отсутствие механизмов регулирования движения краткосрочного спекулятивного капитала делает нашу экономику уязвимой перед внешними шоками, которые порой вызываются лишь изменениями в ожиданиях нерезидентов. Более того, такая волатильность потоков портфельных инвестиций говорит о недостаточной развитости фондового рынка. В III-IV кварталах 2014 г. основным шоком для трансграничного движения портфельных инвестиций, спровоцировавшим отток капитала, стало введение финансовых санкций против России. Стоит отметить, что в отличие от прочих шоков, данный шок является не краткосрочным, а длительным, оказывающим воздействие на трансграничное движение капитала до сих пор. В начале 2015 г. значительный отток капитала по линии портфельных инвестиций был связан со снижением в январе суверенного рейтинга России тремя рейтинговыми агентствами, а также со снижением рейтинга двумя рейтинговыми агентствами ( S&P и Moody's) до спекулятивного, а в III – IV кварталах 2015 г. отток капитала по линии портфельных инвестиций произошел в связи со снижением цены на нефть и повышением ставок ФРС США.

Самой крупной статьей финансового счета платежного баланса является статья « прочие инвестиции». Анализ потоков капитала по данной статье позволяет также сделать вывод о трансграничной кредитной активности экономических агентов. Основное влияние на динамику прочих инвестиций оказали следующие факторы: «нагревание» экономики в 2006 г.- середина 2008 г., финансовый кризис 2008-2009 гг., кризис суверенного долга в Европе, сделка « Роснефть» – ТНК-ВР в 2013 г., введение в отношении России финансовых санкций в 2014 г., пик погашения внешнего долга в конце 2014 – начале 2015 г. без возможности рефинансирования долга за счет внешнего кредитования. Трансграничное движение прочих инвестиций в большей мере отражает структурные изменения в экономике России. В силу своего масштаба любые шоки движения этого вида инвестиций наносят вред в первую очередь такому важному сектору как банковский. Отсутствие инструментария контроля и предотвращения кризисных колебаний потоков прочих инвестиций также осложняет проведение стабилизирующей денежно-кредитной политики.

*3. Трансграничные 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.*

Трансграничное движение капитала оказывает влияние на банковскую систему и финансовые рынки. Внешние шоки, вызывающие изменение направления потоков капитала, могут вызвать значительные сдвиги в функционировании денежно-кредитной сферы страны, которые, в свою очередь, могут распространиться на остальные важные сферы экономики.

Потоки капитала оказывают влияние на рынок ценных бумаг, в частности на рынок капитала. При притоке капитала уровень капитализации фондового рынка растет, при оттоке – падает. Чем выше доля иностранного капитала на фондовом рынке, тем больше он подвержен влиянию внешних шоков, а порой и просто негативной информации или ожиданиям.

Немаловажное влияние оказывает трансграничное движение капитала на валютный рынок, в частности на динамику валютного курса.

Моделирование динамики валютного курса показало, что основными факторами, влияющими на нее, являются сальдо счета текущих операций, межбанковская процентная ставка, инфляция в США, денежное предложение в России, объем валютных интервенций ЦБ РФ, краткосрочная процентная ставка по ГКО\_ОФЗ и обязательства по портфельным инвестициям, при этом влияние последних одно из самых сильных. При этом, чем больше ЦБ РФ вмешивается в динамику валютного курса, применяя валютные интервенции, тем меньше валютный курс отображает реальное влияние потоков трансграничного капитала. Для нивелирования влияния валютных интервенций и для более объективной оценки влияния потоков капитала на валютный курс, был построен показатель «давления на валютный рынок» (EMR-exchange market pressure). Данный показатель так же может использоваться как индикатор проведения валютной политики де-факто. Было показано, насколько сильно потоки трансграничного капитала могут оказывать влияние на валютный курс без вмешательства со стороны Банка России. Показатель EMR очень четко показывает переход ЦБ РФ к политике инфляционного таргетирования и практически отказ от валютных интервенций. До II квартала 2009 г. Банк России проводил значительную корректировку валютного курса, после чего уровень вмешательства на валютном рынке стал значительно снижаться, а с конца 2011 г. значения показателей темпа прироста курса и EMR стали практически совпадать, что свидетельствует о постепенном отказе от регулирования Банком России валютного курса

и начавшемся переходе к свободному плаванию. Исключение составляют шоковые периоды, заставляющие Банк России проводить корректирующие интервенции.

Можно сделать вывод, что на валютный курс оказывает значительное влияние краткосрочный иностранный спекулятивный капитал. При использовании валютных интервенций для сглаживания колебаний курса рубля такое воздействие потоков капитала было смягчено, а при переходе к инфляционному таргетированию колебания валютного курса будут сильнее, и это будет иметь сильное влияние на динамику потребительских цен. Колебания валютного курса также оказывают влияние на ожидания населения, а именно на уровень долларизации экономики.

Два 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.

Трансграничное движение капитала влияет и на рынок банковского кредитования, в частности на рынок межбанковского кредитования, где индикатором, реагирующим на колебания потоков трансграничного капитала, выступает ставка межбанковского кредитования, являющаяся отражением состояния ликвидности банковских институтов. Банковская ставка в свою очередь является важным фактором формирования кредитных ставок в стране. При моделировании было получено, что на динамику межбанковской процентной ставки оказывают влияние такие факторы 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. Наибольший вес в формировании 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. Межбанковская процентная ставка в свою очередь влияет на формирование кредитной процентной ставки, на которую также оказывают влияние денежное предложение и динамика валютного курса рубля к доллару. При этом, показатель инфляции оказался не значимым в отличие от валютного курса. Это означает, что при переходе к инфляционному таргетированию какое-то время рынок банковских услуг будет остро реагировать на колебания валютного курса, пока экономические агенты не привыкнут к ним и перестанут закладывать в кредитную ставку изменения валютного курса. На протяжении всего анализируемого периода потоки капитала оказывают не

одинаковое влияние на ставки. Наиболее остро это влияние проявляется в кризисные периоды.

*4. В ответ на прошедший мировой финансовый кризис изменились подходы к реагированию денежно-кредитной политики стран на колебания трансграничных потоков капитала.*

Ускорение процессов глобализации привело к тому, что денежно-кредитная политика стран постепенно изменялась, переходя от ограничений на трансграничное движение капитала и фиксированного валютного курса к ослаблению ограничений на движение капитала и мягкой привязке валютного курса. Затем последовала стадия отмены ограничений на движение капитала, управляемого валютного курса и зависимой от валютной политики денежно-кредитной политики. Последней стадией в общей тенденции до мирового финансового кризиса стало отсутствие ограничений на движение капитала, свободное плавание валютного курса и независимая денежно-кредитная политика, свойственные практически всем развитым странам и ряду стран с формирующимися рынками. Но кризис 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 тех или иных мер по контролю за трансграничным движением капитала. При постулате о необходимости дальнейшей финансовой интеграции, называются 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. В частности были введены некоторые налоговые меры, те или иные ограничения на снятие средств с депозитов и на движение краткосрочного капитала, а также меры валютного контроля. В 2013-2014 гг. сохранялась тенденция на применение тех или иных ужесточающих мер по движению капитала, так применению ограничительных мер придерживаются примерно 30% стран-членов МВФ.

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. При этом интересно, что непосредственно в кризисный период, страны с жесткой привязкой остались верны этой политике, а вот количество стран с мягкой привязкой сократилось. Можно сделать вывод, что режим мягкой привязки валютного курса не обеспечивает решение проблем в краткосрочной перспективе в ответ на резкие кризисные изменения в экономике. Но в общем идет тенденция к переходу от свободного валютного курса к тем или иным формам его регулирования.

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. Но применение макропруденциальной политики направлено исключительно на предотвращение рисков финансовой системы, и не может рассматриваться как замена макроэкономической политики. При этом, не заменяя ее, макропруденциальное регулирование является важным вспомогательным элементом денежно-кредитной политики страны.

Как показал мировой финансовый кризис, банковский сектор в большей степени подвержен рискам со стороны нестабильных потоков капитала, а сбой функционирования банковской системы может нарушить финансовую стабильность, на что следует реагировать мерами макропруденциального надзора. Более того, в рамках регулирования банковской системы и предотвращения рисков все большее число стран стремится применить нормы, установленные Базельским комитетом: Базель II, Базель II.5 и Базель III. Последняя версия соглашения является ответом на вызовы финансового кризиса, в котором предполагается повышение требований к достаточности банковского капитала, ликвидности и показателям левериджа, снижая, таким образом, риски возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, стандарты Базеля III по сути являются макропруденциальными мерами в сфере регулирования банковского сектора на наднациональном уровне.

*5. Трансграничные потоки капитала влияют на эффективность применения инструментов 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.*

Монетарные власти проводят денежно – кредитную политику, применяя определенные инструменты, целью которой является изменение показателей реального сектора, а именно компонентов валового внутреннего продукта. Влияние монетарных властей на реальный сектор происходит путем передачи импульсов от изменения денежного предложения через различные каналы.

В результате нашего исследования и построения системы одновременных уравнений для рынка банковского кредитования 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, что процентный канал может работать на первом этапе (передача импульса денежно-кредитной политики индикативной переменной), что связано с большей активностью Банка России начиная с 2014 г. в управлении процентными ставками вследствие перехода к инфляционному таргетированию и отказа от валютного регулирования. Эффективен (хотя и очень слабо) процентный канал и на втором этапе (передача импульса денежно-кредитной политики от реальной процентной ставки к реальному сектору). Более того, было подтверждено значительное влияние трансграничного движения капитала на межбанковскую ставку процента. Канал широкого банковского кредитования не работает на первом этапе и практически не эффективен на втором. Исключениями являются кризисные периоды, когда существенно сжимается объем ликвидности банковской системы. Таким образом, шоки движения трансграничных потоков капитала влияют на рынок банковского кредитования, и в эти периоды начинает работать канал широкого банковского кредитования.

Что касается канала валютного курса, то в условиях российской экономики он имеет самое существенное влияние на реальный сектор и является работающим каналом трансмиссионного механизма, как на первом, так и на втором этапе, что обусловлено высокой степенью зависимости российских экономических агентов от динамики валютного курса. При этом в нашем эконометрическом анализе было показано, что трансграничные потоки краткосрочного капитала как и инструменты денежно-кредитной политики оказывают существенное влияние на колебания валютного курса.

Таким образом, трансграничные потоки оказывают влияние на эффективность воздействия инструментов денежно-кредитной политики на целевые индикаторы работающих трансмиссионных каналов. Поэтому монетарные власти, должны учитывать динамику трансграничных потоков капитала при принятии решений. И в основном это относится к валютному каналу, где монетарным властям нужно значительно

корректировать свою денежно – кредитную политику под действием трансграничного движения краткосрочных портфельных инвестиций.

*б. Колебания трансграничных потоков капитала являются значимым фактором кризисных ситуаций в экономике 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.*

Формальные ограничения на трансграничное движение капитала в России были сняты в 2006 г. Единственным инструментом непосредственного регулирования трансграничного движения капитала остался норматив обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций перед банками - нерезидентами.

На начало кризисного периода денежно-кредитная политика была ориентирована на управление и удержание колебаний валютного курса в рамках заданного коридора значений в условиях свободного движения капитала и при относительно независимой монетарной политике, что было обеспечено применением инструментов бюджетно-налоговой политики для стерилизации избыточной денежной массы. Первоначальное проявление кризиса выразилось в резком оттоке капитала, который оказал значительное давление на валютный курс. Поэтому монетарным властям в условиях действующего режима необходимо было применять инструменты по стабилизации курса. При этом одновременно требовалось поддерживать банковский сектор, что, при свободном движении капитала, было проблематично. Регулирование валютного курса, подразумевающее высокие ставки процента, и поддержание банковской системы вошли в противоречие. Более того, средства, выделяемые для увеличения уровня ликвидности банковской системы, направлялись в иностранные активы, а это оказывало давление на валютный курс, в ответ на что Банку России приходилось увеличивать объем валютных интервенций и предоставлять банкам дополнительные объемы иностранной валюты, которые выводились за рубеж либо самими банками, либо их клиентами.

Таким образом, после либерализации трансграничного движения капитала у монетарных властей не осталось инструментов контроля за потоками капитала, особенно краткосрочного. Поэтому вместо того, чтобы бороться с источником проблемы, Банку России приходилось иметь дело с последствиями волатильности трансграничных потоков капитала.

Проводимая Банком России денежно-кредитная политика в ответ на кризис существенно сократила золотовалютные запасы, решая задачу поддержания банковской системы. Стоит отметить, что это 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.

Несмотря на переход в ноябре 2014 г. к свободному плаванию курса рубля как элементу перехода к политике инфляционного таргетирования, Банк России оставляет за собой право проведения валютных интервенций в случае шокового изменения валютного курса. Так, колебания курса в 2014 г. (особенно в декабре в связи со значительным оттоком капитала), которые могли нанести риск финансовой стабильности, вынудили Банк России неоднократно проводить интервенции на валютном рынке.

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 плаванию в обязательном порядке должно предшествовать развитие финансовой системы. 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 целом, из анализа текущей денежно-кредитной политики, можно сделать вывод, что Россия не готова к переходу к одной из крайностей «трилеммы» (свободное движение капитала, свободное плавание валютного курса и независимая денежно-кредитная политика). Прошедший финансовый кризис также поставил вопрос о целесообразности применения инструментов контроля за потоками спекулятивного капитала, а особенно остро этот вопрос стал в конце 2014- 2015 гг.

Отдельного рассмотрения заслуживает вопрос либерализации трансграничного движения капитала. Несмотря на декларируемый режим свободного движения капитала, можно отметить, что в России предусмотрены механизмы ограничения потоков капитала, 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, в частности за счет оттока капитала в связи с погашением внешнего долга, а также введена директива в отношении компаний с государственным

участием о приведении величины валютных активов к уровню не выше, чем на 1 октября 2014 г.

Как уже было отмечено, именно краткосрочные потоки капитала связаны с рисками для финансовой системы страны. Поэтому прежде, чем либерализовать данный вид потоков капитала, необходимо провести значительную работу в области развития финансовых рынков, подготовить финансовый и корпоративный сектор к либерализации потоков капитала, провести реформу денежного рынка, небанковских финансовых посредников: страхового рынка и пенсионного фонда, а также провести работу по реформированию и усилению пруденциального регулирования. После чего возможна полная либерализация, которая должна сопровождаться соответствующим режимом валютного регулирования и монетарной политики.

При свободном плавании валютного курса финансовая система должна быть развита, чтобы быть в состоянии противостоять различным шокам волатильных потоков капитала. Представляется целесообразным иметь в арсенале те, или иные ограничительные меры, способные защитить финансовые рынки и банковский сектор от резкого оттока краткосрочного капитала (особенно спекулятивного капитала портфельных инвестиций, а также прочих инвестиций, кредитов и займов) в будущем.

Что касается перехода России к режиму инфляционного таргетирования, то тут также следует определить возможные риски. Одним из недостатков является отсутствие должного внимания к колебаниям цен на финансовые активы на рынке ценных бумаг. В результате чего, значительный сектор финансовой системы оказывается не защищенным 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, 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 не оптимальным.

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 достаточно важные нововведения в денежно-кредитной политике, позволяющие значительно снизить риски банковского сектора. Более того, меры макропруденциального регулирования можно использовать в качестве ограничительных мер трансграничного движения краткосрочного спекулятивного капитала в банковской системе.

## Библиография

- 1 Aggarwal S. The Uncovered Interest Rate Parity Puzzle in the Foreign Exchange Market// New York University. – 2013. ( draft). URL: [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2013/Aggarwal\\_ParityPuzzle\\_May2013.pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2013/Aggarwal_ParityPuzzle_May2013.pdf)
- 2 Aghion P., Bacchetta P., Benerjee A. Financial development and the instability of open economies// Journal of Monetary economics.-2004.- № 51-p.77-106
- 3 Aizenman J., Pasricha G.K. Determinants of financial stress and recovery during the great recession// International journal of finance and economics.- 2012.- № 17(4).- p.347-372
- 4 Aizerman J., Chinn M.D., Ito H. Assessing the emerging global financial architecture: measuring the trilemma's configuration over time// NBER Working Papers.- 2008.- № 14533
- 5 Alberola E., Erne A., Serena J.M. International reserves and gross capital flows: dynamics during financial stress// Federal Reserve Bank of Dallas. Globalization and Monetary Policy Institute working paper.- 2012.- № 110.
- 6 Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.- 2013
- 7 Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund. - 2014
- 8 Arestis Ph., Basu S., Mallick S. Financial globalization: the need for a single currency and a global central bank// Journal of Post Keynesian Economics.-2005. -vol.27.- № 3.-p.507-531
- 9 Atanu G., Li D. and Morley B. Uncovered Interest Parity and the Risk Premium//Bath Economics Research Papers. -2011
- 10 Bartosz M. External shocks, US monetary policy and macroeconomic fluctuations in emerging markets// SFB 649 discussion paper.-2006. - № 2006.026
- 11 Bertrand A. Mergers and acquisitions (M&As), greenfield investments and extension of capacity// IMF. Issue papers # 4,#28,#29. -2004
- 12 Bilson J. F Rational expectations and the exchange rate, in: Frenkel and H. Johnson , eds. The economic of exchange rates ( Addison-Wesley Press, Reading).- 1978
- 13 Breedon , Henry B., Williams G. Long –term real interest rates: evidence on the global capital market// Oxford review of economic policy.- 1999.-№2.-p.128-142
- 14 Caballero R.J., Krishnamurthy A. Inflation Targeting and Sudden Stops// NBER Book Series Studies in Business Cycles. The Inflation-Targeting Debate.- 2004.-p. 423 – 446
- 15 Calvo G. Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stop// Journal of applied economics. – 1998.- Vol. 1.- No 1
- 16 Calvo G., Talvi E. Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: learning from Argentina and Chile // NBER working paper.-2005.- № 11153
- 17 Calvo G., Leiderman L., Reinhart C.M. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors./ IMF Staff papers. -1993

- 18 Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options//MPRA Paper.-2000.- № 6982
- 19 Calvo G.. Monetary policy challenges in emerging markets:Sudden stop, liability dollarization, and lender of last resort// Inter-American Development Bank, Research Department, working paper.-2006.- № 596
- 20 Calvo G.A., Izquierdo A. and Mejía L.F.On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects//NBER Working Paper.-2004.- № 10520
- 21 Canova F. The transmission of US shocks to Latin America./ Journal of Applied Econometrics.-2005.-vol.20-issue 2. –p.229-252
- 22 Carderelli R. , Elekdag S., Kose M.A. Capital inflows^ macroeconomic implications and policy responses//IMF Working paper. -2009- № 09/40
- 23 Carriere-Swallow, Yan, and Pablo Garcia-Silva. Capital account policies in Chile: Macro-financial considerations along the path to liberalization// IMF Working Paper.- 2013.- № 13/107
- 24 Chen Q., Filardo A., He D. and Zhu F. International spillovers of central bank balance sheet policies// BIS papers. -2012.- № 66.-p. 230-275
- 25 Chinn M., Frankel J. Who drives real interest rates around pacific rim: the USA of Japan?// Journal of international money and finance. – 1995.-vol.14, № 6.- p.801-821
- 26 Chinn M.D., Meredith G. Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the Post-Bretton Woods Era// NBER Working Paper Series . – 2005.- № 11077
- 27 Cumby R.E., Mishkin F. The international linkage of real interest rates: the European – US connection//Journal of international money and finance.-1999.- vol. 5- p. 5-23
- 28 Diwa C. Guinigundo. External factors and Philippine monetary policy//BIS papers. The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations. - 2011.-№ 57. - c.275-285
- 29 Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics// Journal of political economy.- 1976.- № 84.- p.1161-1176
- 30 Edwards S., Rigobon R.. Capital control, exchange rate volatility and external vulnerability// NBER working paper. - 2005
- 31 Eichengreen, B., A. K. Rose, C. Wyplosz. Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: an Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System// National Bureau of Economic Research. - 1994.- № 4898
- 32 Engel C. The forward discount anomaly and the risk premium: a survey of recent evidence//NBER working paper.- 1995.- № 5312
- 33 Enhancing financial stability and resilience. Group of Thirty. - 2010
- 34 Feldkircher M., Horvath R. and Rusnak M . Exchange market pressures during the financial crisis: A Bayesian model averaging evidence//BOFIT Discussion Papers. - 2013.- №11
- 35 Ferreira A.L. and Leon-Ledesma M.A. Does the real interest parity hypothesis hold? Evidence for developed and emerging markets// Journal of international money and finance. - 2002.- vol. 26.-p.364-382
- 36 Frankel J. A. On the mark: a theory of floating exchange rates based on real interest differentials// American economic review.- 1979.- № 69.- p. 610-622
- 37 Frenkel J. A. A monetary approach to the exchange rate: doctrinal aspects and empirical evidence// Scandinavian journal of economics.- 1976.- № 78.- p. 200-224
- 38 Girton L., Roper D. A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience// American economic review. - 1977.- vol. 67.- p.537-548
- 39 Glick R., Hutchison M. Navigating the trilemma: capital flows and monetary policy in China//Federal reserve Bank of San Francisco. -2008
- 40 Gokarn S. and Singh B. External factors and monetary policy: Indian evidence// BIS Papers. The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations. - 2011. -№ 57- c.189-201.
- 41 Goldberg L.Loithian J.K. and Okunev J. Has international financial integration increased?// Open economics review. – 2003.- № 14.-p.229-317

- 42 Goodwin B.K., Greenes T.J. Real interest rates equalization and the integration of international financial markets// *Journal of international money and finance.* – 1994.- vol. 13.- p.107-124
- 43 Hodrick R.J. U.S. international capital flows: perspective from rational maximizing models// *Cornegie-Rochester conference series on public policy.* – 1989. – № 30. – c.231-288
- 44 Hodrick R.J., Srivasatava S. An investigation of risk and return in forward foreignexchange// *Journal of international money and finance.* – 1986. -№ 5. - c.5-21
- 45 Hooper P. and Morton J. E. Fluctuations in the dollar: a model of nominal and real exchange rate determination// *Journal of international money and finance.*- 1982.- № 1.- p.39-56
- 46 Jorion P. Does real interest parity hold longer maturities?// *Journal of international economics.* – 1996.-vol.40.-p.105-126
- 47 Kamin S.B. Financial Globalization and Monetary Policy//*International finance discussion papers.* - 2010.- № 1002
- 48 Key aspects of macroprudential policy. Washington, DC: International Monetary Fund.- 2013
- 49 Kim S. International transmission of US monetary policy shocks: evidence from VAR's//*Journal of monetary Economics.*-2001.-vol.48.-issue 2.-p.339-372
- 50 Koher D. Betting against uncovered interest rate parity// University of St. Gallen. Dissertation to obtain the title of Doctor Oeconomiae. – 2008 . URL:[http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3513/\\$FILE/dis3513.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3513/$FILE/dis3513.pdf)
- 51 Liberalizing capital flows and management outflows. Washington, DC: International Monetary Fund. - 2012
- 52 Lothian J.R., and L. Wu. Uncovered Interest-Rate Parity over the Past Two Centuries// *SSRN Working Paper Series.*-2010
- 53 MacDonald R., Marsh I. Exchange rate modeling. Cluwer academic Publisher. - 1999
- 54 Meese R. A. and Rogoff K. Empirical exchange rate models of the seventies. Do they fit out of sample?// *Journal of International economics.*- 1983.- № 14.- p. 3-24.
- 55 Mendoza E.G. Credit, Prices, and Crashes. *Business Cycles with a Sudden Stop// Preventing Currency Crises in Emerging Markets.* University of Chicago Press. – 2002. -p.335-389
- 56 Naumoski A. Estimating the risk premium in emerging markets: the case of the Republic of Macedonia// *Financial theory and practice.* – 2012.- № 36(4). -p.418
- 57 O'Connell S.A., Maturu B.O., Mwega F.M., Ndung'u N.S. and Ngugi R.W. Capital mobility, monetary policy, and exchange rate management in Kenya// *Kenya: policies for prosperity.* Oxford University Press. – 2010.- p. 172-208
- 58 Obstfeld M. Capital mobility in the world economy: theory and measurement// *NBER working paper series. Working paper.*- 1985.- № 1962
- 59 Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M.. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, capital mobility//*Mimeo.* - 2004. URL: <http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/ost12.pdf>
- 60 Obstfeld M., Taylor A.M. The great depression as a watershed: international capital mobility over the long run// *NBER working paper.*-1999.- № 5960
- 61 Obstfeld M., Taylor A.M. Globalization and capital markets// *NBER Working paper.*- 2002.- № 8846
- 62 Ocampo J.A. and Stiglitz J.E. Capital market liberalization and development//*New York: Oxford University Press.*- 2008. – c.76-101
- 63 Pesce M. A. External factors and monetary policy// *BIS paper.*- 2011. - № 57. – p. 101-111
- 64 Ritter L.S., Silber W.L. Principles of money, banking, and financial markets// 4th ed. Basic books. Inc. Publishers New York. - 1983
- 65 Rose P.S. Money and capital markets. Financial institutions and instruments in a global marketplace. 6th ed. McGraw-Hill Companies, Inc. - 1997

- 66 Sousa J. and Zaghini A. Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers// International journal of finance and economics.-2008.- p.205-218
- 67 Tanner E. Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s// International monetary fund. – 2001.- Vol. 47.- №3.- p.311-333
- 68 The liberalization and management of capital flows: an institutional view. Washington: International monetary fund (IMF). - 2012
- 69 Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results// Bank for international settlements. - 2013
- 70 Абалкина А.А. Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит. - 2010.- №28. - с.22-29
- 71 Айвазян С.А. К методологии измерения синтетических категорий качества жизни населения. Экономика и математические методы.-2003.- т.39.- № 2.- с.33-53
- 72 Богатова И.Э. Анализ состава и тенденций международных инвестиционных потоков в России за 2005-2013 гг.// Российский внешнеэкономический вестник. – 2014.-№ 11.- с.109-124
- 73 Богатова И.Э. Влияние европейского долгового кризиса на валютный рынок России через трансграничное движение капитала// Проблемы прогнозирования.-2014.-№5.-с.93-99
- 74 Богатова И.Э. Взаимосвязь денежно-кредитной политики и трансграничных потоков капитала/ Вестник институт экономики Российской академии наук.-2014.-№5.-с.128-140
- 75 Гайдаев В. Фондовый рынок начал год снижением//Коммерсант.ru. - 2014. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2382267> ( дата обращения: 22.01.2015).
- 76 Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке –взгляд изнутри// РЦБ.РФ.- 2009. URL: <http://www.rcb.ru/bo/2009-02/22707/> (дата обращения: 15.01.2014)
- 77 Говтвань О.Д., Мансуров А.К. Системный риск в финансовой сфере: теоретический анализ и подходы к оцениванию// Проблемы прогнозирования. – 2011.- № 2.- с.24-36
- 78 Головнин М.Ю. Новые вызовы глобализации для национальной денежно-кредитной политики//Институциональные механизмы и факторы устойчивости денежно-кредитной системы: национальный и международный уровень.- М. Институт экономики РАН.- 2012.- с. 31-51
- 79 Головнин М.Ю. Создание финансового мегарегулятора и современные подходы к проведению денежно-кредитной политики// Журнал новой экономической ассоциации. - 2013. - № 3 (19).- с.149-155
- 80 Головнин М.Ю. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации/ Вопросы экономики. – 2009.- № 4
- 81 Головнин М.Ю., Лобанов М.М. Инвестиционное взаимодействие России со странами « пояса соседства»// Российский внешнеэкономический вестник. - 2012. - №1. - с. 22
- 82 Гурвич Е.Т., Соколов В.Н., Улюкаев А.В. Анализ связи между курсовой политикой ЦБ и процентными ставками: непокрытый и покрытый паритет// Журнал новой экономической ассоциации.- 2009 .-№1. - с.104-126.
- 83 Дробышевский С.М., Трунин П.В., Кошелевский М.В.. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике/ Институт экономики переходного периода. Научные труды.-2008.- № 116Р
- 84 Европейские прямые инвестиции в России. Отв. ред. А.В. Кузнецов. М.: ИМЭМО РАН. - 2006. - 221 с.
- 85 Зеленюк А.Н. Контроль за движением спекулятивного капитала: за и против// Российский внешнеэкономический вестник. – 2011.- № 11. - с.18-28
- 86 Зыкова Т. Моисеев: Введение контроля за движением денег из России не обсуждается// Российская газета. - 2014. URL: <http://www.rg.ru/2014/03/18/investicii-site-anons.html> (дата обращения: 7.07.2014)
- 87 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)
- 88 Исаков А.В. Структура рынка межбанковского кредитования и корректное агрегирование шоков ликвидности// Журнал новой экономической ассоциации. – 2014. - № 3(19).- с.52-64
- 89 Квартальный обзор инфляции. М.: Центральный банк России. - III квартал 2008
- 90 Квартальный обзор инфляции. М.: Центральный банк России. - IV квартал 2008.
- 91 Киреев А. П. «Международная экономика» – Т. 1. М.: «Международные отношения». – 2002
- 92 Киреев А.П. Прикладная макроэкономика// М.: Международные отношения.- 2006.- с.236-239
- 93 Коваленко О.В. Переломный год для российского рынка МБК//Банковское дело .- 2009. -№5. – с. 61-65.
- 94 Коваленко О.В. Российский рынок межбанковского кредитования как элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Доклад на РЭК. - 2013
- 95 Коуз М.Э., Прасад И., Рогофф К. и В. Шан-Цзинь. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями//Финансы и развитие. -2007.-№1. – с.9-13
- 96 Кувшинова О., Кашин В., Шпигель М. Россия догоняет Китай// Banki.ru. - 2008. URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=450068> ( дата обращения: 03.01.2014)
- 97 Куденко А. Фондовый рынок РФ в 2013 году не дал заработать консерваторам// РИА Новости. - 2013. URL: <http://ria.ru/economy/20131224/986138616.html#ixzz3PTIbzy3> ( дата обращения: 21.01.2015)
- 98 Кунгуров С. Россия бьет рекорды по притоку капитала// Newsinfo.Национальная информационная группа. - 2007. URL: <http://www.newsinfo.ru/articles/2007-06-07/item/536115/> (дата обращения: 15.01.2014)
- 99 Леонтьева Е. Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России. CEFIR/NES working papers series. - 2012. - № 175 URL: [www.cefir.ru/download.php?id=3403](http://www.cefir.ru/download.php?id=3403) ( дата обращения :15.11.2015 г.)
- 100 Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Под ред. Красиной Л.Н.// М. Финансы и статистика. -2000
- 101 Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка. Деньги и кредит. - 2009. - №4.- с.12-24
- 102 Моисеев С.Р. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России//Банковское дело. - 2011.- № 3. - с.34-40
- 103 Моисеев С.Р. Роль коридора процентных ставок Центрального банка в управлении банковской ликвидностью.//Банковское дело .- 2008. – №02. - с. 15-19
- 104 Моисеев С.Р. Современный контроль над движением капитала: цели и задачи// Дайджест-Финансы. – 2000.- № 12.- с.14-20
- 105 Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики// Финансы и кредит. - 2002. - с.38-51
- 106 Мур Э., Вигглесворт Р. Фондовый рынок России восстанавливается после падения в связи с кризисом на Украине// inoСМИ.ru. - 2014. URL: <http://inosmi.ru/world/20140611/220932706.html#ixzz3PYZxUDsV> ( дата обращения: 21.01.2015)
- 107 НАУФОР. Российский фондовый рынок: 2012. События и факты. - 2012. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012.pdf> ( дата обращения: 20.04.2014)
- 108 НАУФОР. Российский фондовый рынок: 2014. События и факты. - 2014. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2014.pdf> ( дата обращения:31.10.2015 )
- 109 Некипелов А.Д. Некипелов: нельзя спасать бюджет за счет нефтяников/Вести.Экономика. - 2015. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/64639> ( Дата обращения: 15.12.2015)

- 110 Некипелов А.Д. Применение угроз// Итоги. – 2013. - № 05(869) URL: <http://www.itogi.ru/delo/2013/5/186572.html> ( дата обращения: 15.12.2015)
- 111 Некипелов А.Д., Головнин М.Ю. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики. - 2010. - № 1. - с.4-20
- 112 Обзор банковского сектора Российской Федерации. М.:Центральный банк России. - 2013. - № 132.
- 113 Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.: Центральный банк России.- 2013
- 114 Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.: Центральный банк РФ. - III квартал 2012
- 115 Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.:Центральный банк России. - 2011
- 116 Обзор текущих мер макропруденциальной политики. М.:Центральный банк России. - 2012
- 117 Обзор финансового рынка. М: Центральный банк РФ. - 2009
- 118 Обзор финансового рынка. М: Центральный банк РФ. - 2010
- 119 Обзор финансового рынка. М: Центральный банк РФ. - 2011
- 120 Обзор финансового рынка. М: Центральный банк РФ. - 2012
- 121 Обзор финансового рынка. М: Центральный банк РФ. - Первое полугодие 2013
- 122 Обзор финансовой стабильности. М.: Центральный банк РФ. - 2012
- 123 Обзор финансовой стабильности. М.: Центральный банк РФ. - Октябрь 2014.
- 124 Обзор финансовой стабильности. М: Центральный Банк России. - IV квартал 2014 –I квартал 2015.
- 125 О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора. М: Центральный Банк РФ. - 2014.
- 126 Панина Т . Стабфонд не священная корова. Евгений Примаков об инвестициях и нефтедолларах// Российская газета.- 2006. URL: <http://www.rg.ru/2006/05/30/primakov.html> ( дата обращения 03.01.2014)
- 127 Перспективы развития мировой экономики. Вашингтон, округ Колумбия: Международные валютный фонд. - 2013. - с. 121-142
- 128 Пискулов Д. Валютные деривативы на российском межбанковском рынке// РЦБ.РФ. - 2006. URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2006-24/8067/>
- 129 Показатели финансовой устойчивости. Руководство по применению. Вашингтон, округ Колумбия, США: Международный валютный фонд. - 2007.
- 130 Полякова Ю. Материнский долг. - 2014 URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=6655511> ( дата обращения: 07.07.2015 г.)
- 131 РБК. «Роснефть» закрыла сделку по покупке ТНК-ВР//РБК daily.- 2013. URL: <http://rbcdaily.ru/industry/562949986331092> ( дата обращения: 02.03.2014)
- 132 РИА. Прямые иностранные инвестиции в РФ за полгода выросли втрое// РИА Новости. - 2013. URL: <http://ria.ru/economy/20131002/967285701.html#ixzz2oVKMyBgO> (дата обращения: 12.01.2014)
- 133 Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции// МВФ.- 2012
- 134 Самсонов С. Удвоение иностранных инвесторов//Газета.ru. - 2006. URL: [http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa\\_185735.shtml](http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa_185735.shtml) ( дата обращения: 03.01.2014)
- 135 Семитуркин О.М. Исследование эффективности каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики/ Деньги и кредит. – 2013. -№ 5
- 136 Смирнов В.Д. Моделирование динамики краткосрочных процентных ставок денежного рынка// Деньги и кредит. -2013.- № 1.- с.50-59
- 137 Столяров А. Кризис российского фондового рынка в 2008 году- внешний вирус? //РЦБ.РФ. - 2009. URL: [http://www.rcb.ru/dep/2009-01/22697/?phrase\\_id=](http://www.rcb.ru/dep/2009-01/22697/?phrase_id=)

- 138 Тулин Д.В. Трансграничное движение капиталов, инвестиционный климат и возможности увеличения инвестиций в российскую экономику// Деньги и кредит. – 2011.- № 6. –с.3-13
- 139 Федеральный закон N 173-ФЗ "О валютном регулировании и валютном контроле" от 10.12.2003 [электронный ресурс]. (С изменениями и дополнениями от 05.05.2014). Доступ из справ. -правовой системы «Консультант Плюс».
- 140 Хейфец Б.А. Деофшоризация экономики: мировой опыт и российская специфика// Вопросы экономики. - 2013. - № 7. - с.29-48
- 141 Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России // Международная экономика. - 2010.- №3. - с.5-12
- 142 Четвериков С., Карасев Г. Структурные модели обменных курсов рубля. М:- Институт экономики переходного периода. Научные труды.- 2005.- № 88Р
- 143 Шерстнев М.А. Международное движение капитала в странах с переходной экономикой: основные тенденции и проблемы// Деньги и кредит. -2012.- № 10. с.59-64

## Приложение 1

### Итоговый набор показателей регрессионного уравнения валютного курса

Эндогенная переменная:		
валютный курс	Средний номинальный курс доллара США к рублю за период (ед. рублей за 1 доллар) , логарифм	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Экзогенные переменные:		
сальдо счета текущих операций _ РФ	Счет текущих операций РФ ( млн. долл.), первая разность, логарифм	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
сальдо счета текущих операций _ США	Счет текущих операций США ( млн. долл.), первая разность, логарифм	Bureau of Economic Analysis ( bea.gov)
ИПЦ _ США	Индекс потребительских цен США , первая разность, логарифм	Thomson Reuters Datastream
ИПЦ_РФ	Индекс потребительских цен ( квартал к предыдущему кварталу), логарифм, сезонная корректировка	Федеральная служба государственной статистики ( gks.ru)
Межбанковская процентная ставка _ РФ	3-х месячная процентная ставка, рассчитываемая как средневзвешенная процентная ставка по рублевым межбанковским кредитам, логарифм, первая разность	Stats.oecd.org
Межбанковская процентная	Краткосрочная 3-х месячная	Stats.oecd.org

ставка_США	процентная ставка межбанковского кредитования, логарифм	
Цена на нефть	Цена барреля нефти марки Brent ( долларов за баррель), логарифм	U.S. Energy Information Administration (eia.gov)
Внешний долг РФ	Внешний долг РФ (в % от ВВП), логарифм, первая разность	Центральный банк РФ (cbr.ru)
Прямые инвестиции _ активы	Трансграничные операции с прямыми инвестициями, из страны, Платежный баланс РФ ( млн. долл.), логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)
Прямые инвестиции_ пассивы	Трансграничные операции с прямыми инвестициями, в страну, Платежный баланс РФ ( млн. долл.), логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)
ГКО-ОФЗ	Краткосрочная процентная ставка по ГКО-ОФЗ, логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)
ВВП_ США	ВВП США ( млрд. долл), логарифм	Bureau of Economic Analysis ( bea.gov)
ВВП_РФ	ВВП РФ ( млрд. руб.), логарифм, сезонная корректировка	Федеральная служба государственной статистики ( gks.ru)
Интервенции ЦБ РФ	Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке ( млн. долл.) ( операции с долларом), логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)
M2_РФ	Денежный агрегат M2 РФ ( млн. руб.), логарифм, сезонная корректировка	Центральный банк РФ (cbr.ru)
M2_США	Денежный агрегат M2 США ( млрд. долл.), логарифм	Board of Governors of the Federal Reserve System (federalreserve.gov)
Прочие инвестиции _ активы	Трансграничные операции с прочими инвестициями, активы, ( млн. долл.) ( Платежный баланс РФ), логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)
Прочие инвестиции_ пассивы	Трансграничные операции с прочими инвестициями, пассивы, ( млн. долл.) ( Платежный баланс РФ), логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)
Портфельные инвестиции_ активы	Трансграничные операции с портфельными инвестициями, активы, млн. долл. ( Платежный баланс РФ), логарифм	Центральный банк РФ (cbr.ru)

Портфельные инвестиции_ пассивы	Трансграничные операции с портфельными инвестициями, пассивы , млн. долл.,( Платежный баланс РФ), логарифм	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Резервные активы _ РФ	Резервные активы РФ ( млн. долл.), Платежный баланс РФ, логарифм	Центральный банк РФ ( cbr.ru)

## Приложение 2

### Итоговый набор показателей системы одновременных уравнений рынка банковского кредитования

Показатель	Значение	Источник
Эндогенные показатели:		
Межбанковская кредитная ставка	3-х месячная процентная ставка, рассчитываемая как средневзвешенная процентная ставка по рублевым межбанковским кредитам, (первая разность)	Stats.oecd.org
Ставка по кредитам	Средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям, в рублях ( до 1 года)( % годовых), (первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Экзогенные переменные:		
Интервенции Банка России	Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке, млн. долл. ( операции с долларом)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
сальдо по предоставлению/ абсорбированию ликвидности	Сальдо операций Банка России по предоставлению / абсорбированию ликвидности, млрд. руб., (первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
LIBOR	LIBOR, краткосрочная процентная ставка ( 3 месяца) межбанковского кредитования на Лондонском рынке кредитования ( базовая валюта – доллар США) ( первая разница)	ICE Benchmark Administration Limited (IBA) (www.theice.com)
EURIBOR	Euribor, краткосрочная процентная ставка ( 3 месяца) межбанковского кредитования на европейском рынке ( базовая валюта- евро) ( первая разница)	
Финансовые производные инструменты	Трансграничные операции с финансовыми производными, чистые ( Платежный баланс РФ), млн. долл.	Центральный банк РФ ( cbr.ru)

Прямые инвестиции_активы	Трансграничные операции с прямыми инвестициями, из страны, млн.долл. ( Платежный баланс РФ), (первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Прямые инвестиции_пассивы	Трансграничные операции с прямыми инвестициями, в страну, млн. долл. ( Платежный баланс РФ)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Прочие инвестиции_активы	Трансграничные операции с прочими инвестициями, активы , млн. долл.( Платежный баланс РФ)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Прочие инвестиции_пассивы	Трансграничные операции с прочими инвестициями, пассивы, млн. долл. ( Платежный баланс РФ)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Портфельные инвестиции_активы	Трансграничные операции с портфельными инвестициями, активы, млн. долл. ( Платежный баланс РФ), ( первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Портфельные инвестиции_пассивы	Трансграничные операции с портфельными инвестициями, пассивы, млн. долл. ( Платежный баланс РФ)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
ИПЦ	Индекс потребительских цен ( сезонная коррекция), ( первая разница)	Thomson Reuters Datastream
ВВП	ВВП ( текущие цены), млрд. руб. ( сезонная коррекция, вторая разница)	Федеральная служба государственной статистики ( gks.ru)
Средства на кор. счетах_ кред. орг.	Сведения об остатках средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, млрд. руб. ( первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
М2	Денежный агрегат М2,млрд. руб. ( вторая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Ставка рефинансирования	Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации ( первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
РЕПО_объем	Общий объем заключенных сделок однодневного РЕПО, млн. руб. ( первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Обязательные рез._физ. Обязательные рез._нерез. Обязательные резервы_ проч.	<p>Норматив обязательных резервов по обязательствам перед физическими лицами в валюте Российской Федерации ( первая разница)</p> <p>Норматив обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций перед банками-нерезидентами в валюте Российской Федерации и иностранной валюте ( первая разница)</p> <p>Норматив обязательных резервов по иным обязательствам кредитных</p>	Центральный банк РФ ( cbr.ru)

	организаций в валюте Российской Федерации и обязательствам в иностранной валюте ( первая разница)	
Ставка РЕПО	Средневзвешенная ставка. РЕПО ( первая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)
Валютный курс	Средний номинальный курс доллара США к рублю за период ( ед рублей за 1 доллар) ( вторая разница)	Центральный банк РФ ( cbr.ru)