

---

Федеральное государственное бюджетное учреждение науки  
Институт экономики Российской академии наук

**М.Ю. Головин**

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА  
РОССИИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Москва  
Институт экономики  
2012

**Головнин М.Ю.** Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации. — М.: Институт экономики РАН, 2012. — 44 с.

ISBN 978-5-9940-0395-4

Доклад посвящен влиянию процессов финансовой глобализации на проведение денежно-кредитной политики в России. В нем рассматриваются вызовы, с которыми сталкивается национальная денежно-кредитная политика в условиях глобализации; участие России в международном движении капиталов в динамике; эволюция режимов и механизмов реализации денежно-кредитной политики России под влиянием внешних факторов с акцентом на современный мировой экономический и финансовый кризис 2007–2009 г. и потрясения на мировых финансовых рынках 2011 и 2012 г. Автором дается оценка перехода к режиму инфляционного таргетирования в России в контексте анализируемой проблематики.

ISBN 978-5-9940-0395-4

© Институт экономики РАН, 2012  
© Головнин М.Ю. 2012  
© В.Е. Валериус, дизайн, 2007

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	4
ГЛАВА 1. ВЫЗОВЫ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ .....	6
ГЛАВА 2. ОЦЕНКА УЧАСТИЯ РОССИИ В ПРОЦЕССАХ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ .....	17
ГЛАВА 3. ЭВОЛЮЦИЯ РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 1992–2007 ГГ. ....	22
ГЛАВА 4. ИЗМЕНЕНИЯ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ В КРИЗИСНЫЙ И ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОДЫ .....	30
ГЛАВА 5. ПЕРСПЕКТИВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ .....	36
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	40
Список литературы .....	42

# ВВЕДЕНИЕ

Распространение процесса экономической глобализации и связанного с ним усиления взаимозависимости национальных экономик привело к переосмыслению в экономической литературе ряда закономерностей функционирования национальных экономик и возможностей их регулирования мерами экономической политики.

Применительно к финансовой глобализации очевидно наличие ее влияния на национальную денежно-кредитную сферу и регулируемую ее политику. Однако дискуссия относительно степени и характера этого влияния далека от завершения. В целом ряде работ, в том числе отечественных авторов, звучит тезис об утрате суверенитета («десуверенизации») национальной денежно-кредитной политики в условиях глобализации<sup>1</sup>. В то же время ряд исследований демонстрируют, что в условиях глобализации вполне возможно проведение национальной денежно-кредитной политики<sup>2</sup>. Для того чтобы продвинуться в решении данной проблемы, на наш взгляд, необходимо выделение конкретных вызовов, которые несет с собой финансовая глобализация для национального суверенитета в соответствующей области.

Денежно-кредитная политика России появилась и начала развиваться в процессе открытия национальной экономики внешнему миру и достаточно быстро попала под воздействие

- 
1. См., например: *Шишков Ю.В.* Государство в эпоху глобализации // *Мировая экономика и международные отношения.* 2010. № 1. С. 10; *Фетисов Г.Г.* Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. М.: Экономика, 2006. С. 407.
  2. Тезис о сохранении возможности воздействия денежно-кредитной политики на макроэкономические показатели в условиях глобализации теоретически доказывается, например, в работе: *Woodford M.* Globalization and Monetary Control // *NBER Working Paper.* 2007. № 13329.

распространявшихся в этот период глобализационных процессов. Центральным банком постепенно осознавалась необходимость учета внешних факторов при проведении денежно-кредитной политики, и к настоящему времени в этом отношении достигнут значительный прогресс. Однако систематизации внешних вызовов, связанных с процессом глобализации, насколько нам известно, не проводилось.

Дополнительную актуальность исследованию придает меняющийся под воздействием глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. подход к проведению денежно-кредитной политики. Кроме того, несмотря на завершение острой фазы кризиса, говорить о полном преодолении его последствий пока преждевременно, многие системные риски в мировых финансах сохраняются, а новые угрозы для мировой экономики исходят из Европейского союза.

Настоящий доклад сосредоточен на анализе реакции денежно-кредитной политики в России на вызовы финансовой глобализации и рассмотрении возможных перспектив ее проведения в новых условиях и продолжает серию предшествовавших работ автора, носивших в большей степени теоретический или компаративный характер<sup>3</sup>.

---

3. См.: Головин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. М.: Институт экономики РАН, 2008; Он же. Модели проведения денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации: опыт России и стран Центральной и Восточной Европы. М.: Институт экономики РАН, 2010.

# ВЫЗОВЫ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Развитие процессов финансовой глобализации несет с собой серьезные вызовы для национальной денежно-кредитной политики. Постараемся проследить взаимосвязь между основными тенденциями развития процесса финансовой глобализации и проведением денежно-кредитной политики.

**1. Развитие международного движения капиталов.** Оно основывается на валютной и финансовой либерализации, проводившейся как на национальном, так и на международном уровне<sup>4</sup>. В результате на протяжении 1992–2007 гг. наблюдалась тенденция роста валовых трансграничных потоков капитала в мировой экономике, прерывавшаяся кратковременными спадами. Однако в кризисные 2008–009 гг. произошло резкое падение мировых потоков капитала (см. рис. 1).

Повышение степени трансграничной мобильности капитала, в том числе выражавшееся в росте потоков капитала между странами, в теории должно было вызвать сближение ставок процента в различных национальных экономиках. Подобная тенденция к сближению реальных ставок процента по государственным ценным бумагам (Treasury bills) действительно прослеживается на примере развитых стран (см. рис. 2).

---

4. В первую очередь следует упомянуть подписание Генерального соглашения по торговле услугами в результате Уругвайского раунда переговоров (1986–1994 гг.), а также окончательную отмену валютных ограничений в Европейском союзе в процессе создания Общего рынка (в начале 1990-х годов).

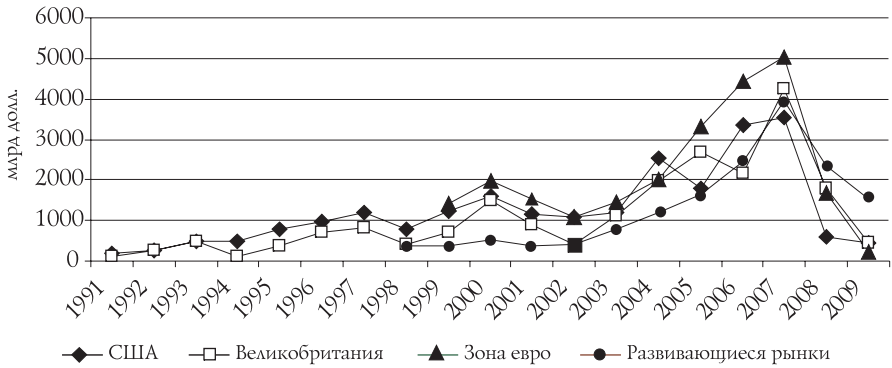


Рис. 1. Потоки капитала в мировой экономике в 1990–2000-е годы

Источники: Global Financial Stability Report. Different Issues. Washington DC: International Monetary Fund.

Примечание: потоки капитала рассчитываются как сумма чистого притока и чистого оттока капитала в соответствующую страну или группу стран. Под развивающимися рынками понимается группа стран, объединяющих так называемые страны с «нарастающими рынками» и развивающиеся страны по методологии МВФ (она включает 149 стран).

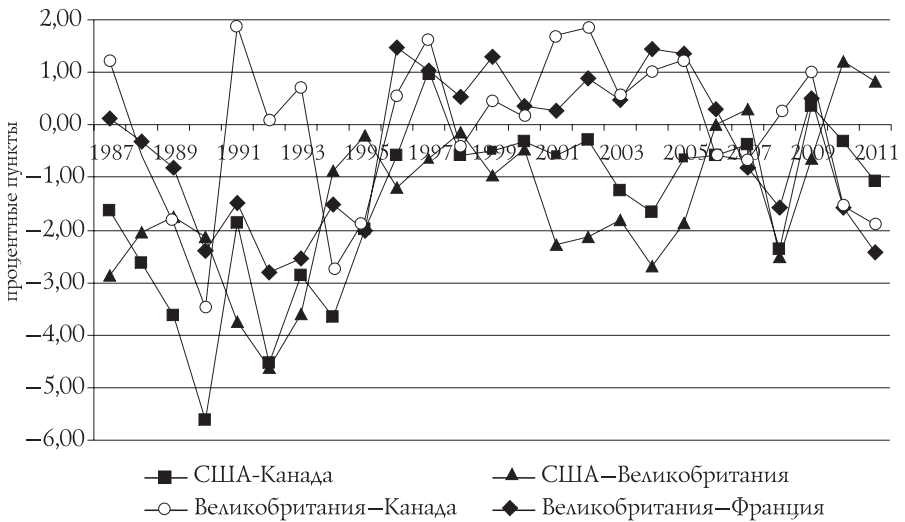


Рис. 2. Разница в реальных процентных ставках по государственным ценным бумагам ведущих стран

Источник: расчеты автора на основе данных International Financial Statistics // Washington DC: IMF, different issues; электронная база данных МВФ (<http://elibrary-data.imf.org>).

Анализ данных, приведенных на рис. 1 и 2, демонстрирует, что процесс финансовой глобализации развивался неоднородно во времени: периоды усиления соответствующих тенденций (первая половина 1990-х годов, 2003–2007 гг.) сменялись их замедлением или даже разворотом вспять по отдельным направлениям (конец 1990-х – начало 2000-х гг. и особенно – 2008–2009 гг.). При этом периоды «замедления» глобализации совпадали по времени с кризисными тенденциями в мировой экономике.

Из теории известно, что в открытой экономике существует проблема «невозможной триады» («impossible trinity»): в экономике не могут одновременно присутствовать фиксированный валютный курс, полная мобильность капитала и денежно-кредитная политика, направленная на внутренние цели<sup>5</sup>. Заметим, что «невозможная триада» не отвергает независимой денежно-кредитной политики в национальной экономике в условиях глобализации, речь идет о том, что подобная политика может проводиться лишь в условиях свободно плавающей национальной валюты.

На практике на начальном этапе периода глобализации отмечалось движение в сторону «крайних форм», т. е. режимов свободного плавления национальной валюты или жесткой фиксации валютного курса<sup>6</sup>, что вполне соответствовало логике «невозможной триады». Однако в 2000-е годы движение в сторону «крайних форм» приостановилось, и большинство стран в мировой экономике до сих пор предпочитает использовать ту или иную разновидность нежесткого регулирования валютного курса<sup>7</sup>.

**2. Снижение темпа инфляции в глобальном масштабе.** В период глобализации наблюдалась устойчивая тенденция снижения темпа инфляции в глобальном масштабе, особенно ярко проявившаяся в 2000-е годы. Различные теоретические объяснения этого феномена большей частью сводятся к усилению конкурентно-

- 
5. См., например: *Aizenman J.* The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma) // The Encyclopedia of Financial Globalization. UCSC, NBER, May 2010.
  6. *Fischer S.* Distinguished Lecture on Economics in Government – Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? // The Journal of Economic Perspectives. 2001. Spring. Vol. 15. №. 2. P. 10.
  7. Подробнее см.: *Головнин М.Ю.* Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. М: Институт экономики РАН, 2008. С. 16–18.



го давления в глобализирующейся экономике<sup>8</sup> в условиях снижения (или даже в ряде случаев – снятия) барьеров на трансграничное движение товаров и услуг и факторов производства. Однако за общим снижением темпа инфляции скрываются значительные колебания относительных цен.

Кроме того, динамика общего уровня цен в национальной экономике все в большей степени определяется внешними факторами: разницей между фактическим и потенциальным уровнем выпуска (output gap) в глобальном масштабе<sup>9</sup>, динамикой цен на отдельные группы товаров (сырье, продовольствие) на мировых рынках<sup>10</sup> и т.д.

**3. Усилившаяся волатильность на финансовых рынках.** При снижении темпов роста общего уровня цен и расхождении относительных цен отдельных товаров возросла волатильность на финансовых рынках, на которых стали образовываться «пузыри». Среди подобных «пузырей» эпохи глобализации можно выделить рост цен на недвижимость и на фондовом рынке в странах Юго-Восточной Азии в первой половине 1990-х годов; бум на фондовом рынке США, вызванный ростом цен акций компаний «новой экономики» (вторая половина 1990-х годов)<sup>11</sup>; рост цен на недвижимость в США и в ряде других развитых стран и стран с формирующимися рынками в середине 2000-х годов. Во всех этих случаях значительную роль в «надувании пузыря» играл приток иностранного капитала. Если проследить динамику совокупных трансграничных потоков капитала (см. рис. 1), то можно сделать вывод о «надувании глобального пузыря» на мировых финансовых рынках в 2006–2007 гг. «Пузыри» практически всегда лопаются, причем со значительными негативными последствиями для национальных

8. Головин М.Ю. Моделирование инфляционных процессов (обзор работ). М.: Институт экономики РАН, 2011. С. 29.

9. См., например: Calderón C., Schmidt-Hebbel K. What Drives Inflation in the World? // Central Bank of Chile Working Papers. 2008. №. 491. October; Borio C., Filardo A. Globalisation and inflation: New cross-country evidence in the global determinants of domestic inflation / Presented at “The CEPR/ESI 10th Annual Conference on Globalisation and Monetary Policy”, NBP, Warsaw, September 2006.

10. Cecchetti S.G., Moessner R. Commodity prices and inflation dynamics // BIS Quarterly Review. 2008. December. P. 56, 61.

11. Kindleberger Ch.P., Aliber R. Manias, Panics, and Crashes. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc., 2005. P. 1.

экономик. Таким образом, глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. можно рассматривать как следствие лопнувшего «глобального пузыря». При этом, как показывают посткризисные тенденции развития, «пузыри» на мировом финансовом рынке сохраняются.

Возникновение «пузырей» на финансовом рынке на национальном уровне, поддерживаемых за счет трансграничного движения капитала, ставит вызов перед центральным банком: должен ли он реагировать на возникшую проблему? Эта проблема предполагает два решения.

Первое решение – центральные банки дистанцируются от проблем развития финансовых рынков. В этом случае соответствующими вопросами занимаются специальные регуляторы, которые под воздействием роста взаимозависимости отдельных сегментов национальных финансовых рынков в ряде стран трансформируются в мегарегуляторы. С позиций проведения денежно-кредитной политики это означает, что от центрального банка отходят функции регулирования банковской системы. С одной стороны, создание мегарегулятора призвано сосредоточить надзор за всеми сегментами финансового рынка, которые в современных условиях становятся все более взаимосвязанными, в одних руках. С другой стороны, возникает своеобразный водораздел между финансовыми рынками и денежно-кредитной сферой, который на самом деле, по крайней мере, в рамках банковской системы, отсутствует. Таким образом, возникает проблема взаимодействия центрального банка и мегарегулятора в рамках обеспечения задачи поддержания финансовой стабильности в экономике<sup>12</sup>.

Второе решение – центральные банки начинают активно влиять на функционирование финансовых рынков, либо имея соответствующие полномочия в качестве регуляторов (например, с помощью надзора над банковской системой), либо используя инструменты денежно-кредитной политики. В практической плоскости вопрос обеспечения финансовой стабильности мерами денежно-кредитной политики упирается в вопрос о том, должен ли центральный банк

---

12. О взаимодействии центральных банков и мегарегуляторов в предкризисный период см., например: Андрушин С., Бурачков В. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России // Вопросы экономики. 2008. № 11. С. 38.

реагировать на динамику цен финансовых активов. Сторонники вмешательства центральных банков в динамику финансовых рынков обычно приводят аргумент, связанный с тем, что в современных условиях масштабные колебания цен на этих рынках оказывают значительное воздействие на экономику в целом, и их сглаживание может иметь положительный макроэкономический эффект. В то же время противники вмешательства обычно подчеркивают естественный характер изменения цен активов, связанный с изменениями оценки риска рынком, и отмечают сложность таргетирования столь волатильного показателя, как цена финансового актива. Современные теории функционирования финансовых рынков свидетельствуют, что гипотеза эффективного рынка выполняется далеко не всегда<sup>13</sup>, а это означает, что вмешательство в динамику цен активов может представлять собой общественное благо, способствуя обеспечению макроэкономической стабильности.

Однако остается открытым вопрос, каким именно образом должно осуществляться это вмешательство. Один из возможных вариантов — регулирование динамики финансовых рынков посредством инструментов денежно-кредитной политики, прежде всего изменения процентной ставки. Другой — применение регулирующих норм. Сторонником второго варианта являлся, в частности, председатель Федеральной резервной системы (ФРС) США Б. Бернанке, который исповедовал принцип «использования правильного орудия для работы», под которым он подразумевал, что центральный банк будет функционировать наилучшим образом, если будет использовать инструменты денежно-кредитной политики для достижения макроэкономических целей, а регуляторные, надзорные инструменты и возможности кредитора последней инстанции — для содействия финансовой стабильности<sup>14</sup>. Проблемы возникают, когда функции регулятора у центрального банка отсутствуют или регулирующие меры работают неэффективно.

Серьезным вызовом в условиях глобализации является ситуация, при которой «пузырь» на национальных финансовых рынках

13. Головнин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. М.: Институт экономики РАН, 2008. С. 30–32.

14. Frait J., Komarek L. Monetary Policy and Asset Prices: What Role for Central Banks in New EU Member States? // Warwick Economic Research Papers. 2006. № 738. P. 5.

надувается в значительной мере за счет притока иностранного капитала. В этом случае национальные денежные власти и финансовые регуляторы ограничены в предотвращении этой тенденции (в силу наличия «невозможной триады» и межюрисдикционного арбитража на финансовых рынках). В результате, когда подобный «пузырь» лопается, макроэкономические последствия, как правило, носят более глубокий характер (например, азиатский финансовый кризис 1997 г. или современный глобальный экономический и финансовый кризис). Таким образом, мы переходим к следующему вызову.

**4. Усиление значимости внешних шоков для национальной экономики.** Это усиление происходит по следующим основным направлениям:

Через *растущую интеграцию национальных финансовых рынков в мировой финансовый рынок* и усиление присутствия иностранного капитала в национальных финансовых системах. Внезапная остановка притока иностранного капитала (*sudden stop*)<sup>15</sup> или даже его отток способны вызвать значительный макроэкономический эффект для принимающей страны.

Через *действие эффектов заражения*<sup>16</sup>, при которых даже страны с относительно благоприятными макроэкономическими показателями могут оказаться подвержены воздействию кризисных явлений, зародившихся в других странах. Распространение кризисов посредством эффектов заражения может происходить как по каналам реальной экономики (через внешнеторговое взаимодействие), так и посредством финансового сектора (через трансграничное движение капитала). Внешние шоки вызывали кризисные явления сначала в отдельных национальных экономиках или регионах, а затем – и в мировой экономике (2007–2009 гг.).

Заметим, что подходы к реакции денежно-кредитной политики на подобные кризисы трансформировались. Наиболее существенные кризисы в развитых странах затрагивали, как правило, лишь отдельные сферы экономики и имели ограниченное

---

15. См.: Calvo G.A., Reinhart C.A. When Capital Flows Came to a Sudden Stop: Consequences and Policy / In *Reforming the International Monetary and Financial System*. Ed. by P.B. Kenen, A.K. Swoboda. Washington DC: IMF, 2000.

16. Jokipii T., Lucey B. CEE Banking Sector Co-Movement: Contagion or Interdependence? // IHS Discussion Paper. 2005. No. 77. P. 3.

воздействие на экономику в целом (валютный кризис в Европе 1992–1993 гг., кризис на фондовом рынке развитых стран 2000–2002 гг.). Их последствия преодолевались либо смягчением денежно-кредитной политики (фондовый кризис начала 2000-х годов), либо сменой ее режима (изменение Европейского механизма валютных курсов и выход из него ряда стран в начале 1990-х годов).

В развивающихся странах серия кризисов 1994–2002 гг. принесла существенно большие потрясения для национальных экономик. При этом в числе рекомендаций международных финансовых институтов практически во всех случаях присутствовала необходимость ужесточения денежно-кредитной политики и поддержки курса национальной валюты.

Особого внимания заслуживает реакция денежно-кредитной политики на современный мировой экономический и финансовый кризис. Нарушения в работе финансовых рынков, вызванные им, привели к приостановке работы традиционных трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики. Как следствие, центральные банки развитых стран стали применять нетрадиционные инструменты, направленные на замещение работы финансовых рынков. Наиболее активно в этом направлении действовали центральные банки стран с англо-саксонским типом финансовой системы (Федеральная резервная система США, Банк Англии), позднее к ним присоединился Европейский центральный банк с программой покупки покрытых (обеспеченных) облигаций (начала действовать в июле 2009 г.).

Современный мировой экономический и финансовый кризис, на наш взгляд, позволяет извлечь ряд важных уроков для проведения денежно-кредитной политики:

1. В развитых странах многими исследователями была признана ограниченность режима инфляционного таргетирования. Так, Дж. Френкель выделяет два основных его недостатка: отсутствие должного внимания по отношению к формированию «пузырей» цен на активы и неправильная реакция на шоки со стороны совокупного предложения и условий торговли<sup>17</sup>. В качестве альтерна-

---

17. Frankel J. The Death of Inflation Targeting // Project Syndicate. 2012. May 16 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>).

тивных вариантов предлагаются таргетирование номинального ВВП или уровня цен на ключевые продукты (product-price targeting). У каждого из них есть свои недостатки, однако важен сам факт разворачивания дискуссии в этом направлении.

Наряду с этим следует отметить изменение отношения к инфляции как к однозначному «злу», по крайней мере в экономической теории. Показательно в этом отношении выступление К. Рогоффа в самый разгар мирового экономического кризиса со статьей, в которой он отмечал пользу ускорения инфляции в современных условиях, рассматривая его как один из способов решения долговой проблемы, при том что прочие способы демонстрируют свою неэффективность<sup>18</sup>. Еще один аргумент в защиту инфляции приводит другой известный экономист Р. Раджан: увеличение темпов инфляции при существующих крайне низких процентных ставках приведет к их переходу в область отрицательных значений в реальном выражении и стимулирует потребление<sup>19</sup>.

2. При проведении денежно-кредитной политики важную роль играет ее взаимодействие с финансовой системой. Вновь стало актуально провозглашение «двойного мандата» денежно-кредитной политики (по ценовой и финансовой стабильности)<sup>20</sup>.

Однако по-прежнему нерешенной остается проблема инструментария обеспечения финансовой стабильности, так как использование инструментов денежно-кредитной политики (например, процентной ставки) для достижения этой цели может входить в противоречие с достижением других целей (прежде всего, по стабильности цен)<sup>21</sup>.

Для ее решения была разработана концепция *макропруденциальной политики*, которая призвана использовать инструментарий пруденциального регулирования, изменяя его необходимым

18. Rogoff K. Inflation is Now the Lesser Evil // Project Syndicate, 2008. December, 2 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff51>).

19. Rajan R. Central Bankers under Siege // Project Syndicate, 2012. May 8 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-under-siege>).

20. Prasad E. After the Fall // Finance & Development. 2010. June. P. 23.

21. Указанная проблема инструментария обеспечения финансовой стабильности в более широком контексте поднимается в работе: Андрушин С.А., Кузнецова В.В. Модификация или смена парадигмы денежно-кредитной политики: дискуссии в научной печати. М: Институт экономики РАН, 2011. С. 13.

образом для решения макроэкономических задач, связанных с системными финансовыми рисками. Кроме того, в силу значительного действия фактора трансграничного переноса финансовых потрясений осознается необходимость разработки макропруденциальных инструментов, действующих за пределами национальных границ. К ним относятся международные соглашения о введении контрциклических буферов для капитала банков и дополнительные меры по поглощению убытков глобальных системно значимых банков<sup>22</sup>. Тем самым фактически признается тот факт, что денежно-кредитная сфера не является изолированной в экономике и что она тесно взаимосвязана с развитием финансовых рынков.

3. В условиях глобализации крайне важно налаживание сотрудничества центральных банков. Современный кризис дал примеры подобного сотрудничества: скоординированное снижение процентных ставок 6 ведущими центральными банками мира на пике кризиса в октябре 2008 г. и открытие линий валютного свопа между некоторыми центральными банками (в том числе ФРС и Европейским центральным банком, ФРС и Швейцарским национальным банком и др.).

Для взаимодействия на постоянной основе национальных центральных банков и финансовых регуляторов действует Совет по финансовой стабильности, созданный в апреле 2009 г. на основе преобразованного Форума по финансовой стабильности.

Однако говорить о серьезных успехах подобного сотрудничества явно преждевременно.

4. Страны с формирующимися рынками испытали во время кризиса значительные колебания курсов своих валют, что вызвало в них повышенное внимание к регулированию валютных курсов. В кризисный и посткризисный периоды они усилили применение мер регулирования валютного курса (валютные интервенции, контроль за трансграничными операциями с капиталом и др.)<sup>23</sup>.

В связи с применением мер по контролю за трансграничным движением капитала возобновилась дискуссия по поводу

---

22. Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20. FSB, IMF, BIS, 2011. October 27. P. 3.

23. Mihaljek D. How have external factors affected monetary policy in the EMEs? / In The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations // BIS Papers. 2011. № 57. P. 4.

эффективности свободного движения капитала между странами и рисков, связанных с притоком и оттоком спекулятивного капитала<sup>24</sup>. Страны с формирующимися рынками, оживление в которых началось быстрее, чем в развитых странах, испытали значительный приток краткосрочного иностранного капитала. Некоторые из них отреагировали применением ограничительных мер. Так, Бразилия в 2009 г. ввела налог на иностранные инвестиции в экономику страны, ставка которого повышалась с 2 до 6%, Таиланд ввел налог на выплату доходов по облигациям для иностранцев со ставкой 15%<sup>25</sup>. Тем самым эти страны стремились избежать надувания очередного «пузыря» за счет притока иностранного капитала.

---

24. См., например: *Davies H., Drexler M.* Financial Development, Capital Flows, and Capital Controls / The Financial Development Report 2010. World Economic Forum, 2010; *Habermeier K., Kokenyne A., Baba C.* The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows // IMF Staff Discussion Note. 2011. August 5.

25. *Кувшинова О., Шушунова Е.* Капитальный контроль // Ведомости. 2010. 15 октября.



## ОЦЕНКА УЧАСТИЯ РОССИИ В ПРОЦЕССАХ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Общераспространенным является утверждение об усилении участия России в процессах глобализации, и в частности финансовой глобализации, однако оно требует количественной оценки с помощью серии индикаторов, а также выделения некоторого агрегированного показателя. В качестве последнего мы выбрали показатель, включающий сумму основных статей финансового счета платежного баланса<sup>26</sup>, без учета их знака, по отношению к ВВП. Подобный показатель содержит «двойной счет», однако, он способен учесть специфику России, которая является одновременно значимым экспортером и импортером капитала (см. рис. 3).

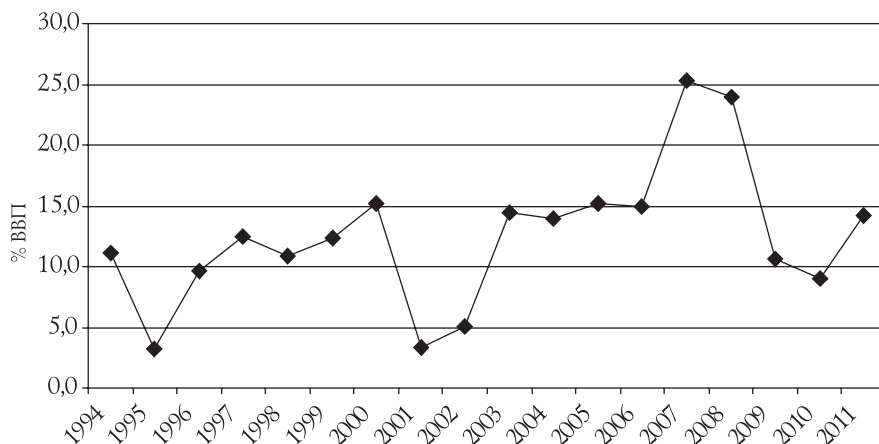


Рис. 3. Суммарные трансграничные потоки капитала в России (в % ВВП)

Источник: рассчитано автором на основе данных из сборника International Financial Statistics. Washington DC: International Monetary Fund, different issues; статистики платежного баланса Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

26. Прямые инвестиции в национальную экономику и за рубеж; портфельные инвестиции, активы и пассивы; прочие инвестиции, активы и пассивы.

Исходя из анализа статистических данных (см. рис. 3 и табл. 1 и 2) можно выделить следующие этапы открытия российской финансовой системы внешнему миру, подчеркивающие неоднородность этого процесса:

1. Начало 1990-х годов было связано с открытием финансовой системы внешнему миру в ходе проведения внешней либерализации в процессе экономической трансформации. Свообразный «эффект открытия» отражался в разовом всплеске трансграничных потоков капитала по отношению к ВВП в 1994 г. (за которым стоял значительный отток капитала из страны).

2. В второй половине 1990-х годов, по мере дальнейшей валютной либерализации и появления внешних признаков финансовой стабилизации, участие России в международном движении капитала усилилось. При этом наблюдался значительный приток иностранного капитала по линии портфельных инвестиций.

3. Негативное воздействие на трансграничные потоки капитала оказали азиатский кризис 1997 г. и собственно российский кризис 1998 г.

4. Период 1999–2000 гг. характеризовался некоторым увеличением уровня открытости финансовой системы после воздействия кризисных тенденций. Однако оно происходило за счет оттока капитала из страны.

5. В 2001–2002 гг. произошло некоторое снижение степени открытости под воздействием сокращения внешних обязательств и отсутствия значительного притока капитала в страну.

6. Период 2003–2007 гг. характеризовался благоприятными условиями как на мировых финансовых рынках, так и в национальной экономике. Причем, если в 2003–2006 гг. шло одновременное наращивание внешних активов и пассивов, то в 2007 г. впервые в российской истории приток капитала значительно превысил его отток (положительное сальдо финансового счета составило 7,4% от ВВП). Заметим, что в 2007 г. была достигнута максимальная степень открытости национальной финансовой системы за весь рассматриваемый период.

7. Распространение мирового экономического и финансового кризиса на экономику страны в 2008–2009 гг. вызвало резкое сокращение международных потоков капитала. В самом 2008 г. абсолютные значения этих потоков изменились незначительно по

Таблица 1. Основные показатели трансграничного движения капиталов в России в 1994–2002 гг. (в % ВВП)

Показатели	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Сальдо финансового счета	<b>-10,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-5,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>-13,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,4</b>
Прямые инвестиции (в страну)	0,2	0,7	0,7	1,2	1,0	1,7	1,0	0,9	1,0
Прямые инвестиции (из страны)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-1,1	-1,2	-0,8	-1,0
Портфельные инвестиции (активы)	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,2
Портфельные инвестиции (пассивы)	0,0	-0,2	1,2	4,4	2,3	-1,0	-4,9	-0,2	1,1
Прочие инвестиции (активы)	-7,0	0,0	-7,1	-5,0	-5,3	-6,5	-6,6	0,2	0,6
Прочие инвестиции (пассивы)	-3,7	-1,5	0,4	1,1	-1,7	-1,9	-1,2	-1,1	-1,1
Активные статьи финансового счета	<b>-7,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-8,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
Пассивные статьи финансового счета	<b>-3,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>6,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,0</b>
Суммарные трансграничные потоки капитала	<b>11,1</b>	<b>3,2</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>	<b>10,9</b>	<b>12,3</b>	<b>15,1</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>
Резервные активы	0,7	-3,3	0,7	-0,5	2,0	-0,9	-6,2	-2,7	-3,3
Чистые ошибки и пропуски	0,2	-2,8	-1,8	-2,2	-3,5	-4,3	-3,6	-3,1	-1,8

Таблица 2. Основные показатели трансграничного движения капиталов в России в 2003–2011 гг. (в % ВВП)

Показатели	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Сальдо финансового счета	<b>0,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>7,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,1</b>
Прямые инвестиции (в страну)	1,8	2,6	1,7	3,0	4,3	4,2	3,0	2,9	2,9
Прямые инвестиции (из страны)	-2,3	-2,3	-1,7	-2,3	-3,5	-3,1	-3,6	-3,5	-3,6
Портфельные инвестиции (активы)	-0,5	-0,7	-1,4	0,6	-0,8	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6
Портфельные инвестиции (пассивы)	-0,5	0,7	-0,1	1,0	1,3	-1,6	0,6	0,1	-0,4
Прочие инвестиции (активы)	-3,6	-4,2	-4,4	-5,0	-4,6	-10,9	0,5	-1,6	-4,5
Прочие инвестиции (пассивы)	5,7	3,3	6,0	3,1	10,8	3,7	-2,0	0,7	2,2
Активные статьи финансового счета	<b>-6,3</b>	<b>-7,3</b>	<b>-7,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,9</b>	<b>-14,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-8,7</b>
Пассивные статьи финансового счета	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>16,3</b>	<b>6,3</b>	<b>1,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>
Суммарные трансграничные потоки капитала	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>	<b>15,0</b>	<b>25,3</b>	<b>23,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>	<b>14,2</b>
Резервные активы	-6,1	-7,7	-8,0	-10,9	-11,5	2,3	-0,3	-2,5	-0,7
Чистые ошибки и пропуски	-2,1	-1,0	-1,0	1,0	-1,0	-0,7	-0,1	-0,5	-0,5

Источник: рассчитано автором на основе данных из сборника International Financial Statistics. Washington DC: International Monetary Fund, different issues; статистики платежного баланса Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

сравнению с 2007 г., но произошла качественная смена тенденции: масштабный приток капитала сменился его масштабным оттоком. 2009–2010 гг. были отмечены существенным снижением трансграничных потоков, но уже в 2011 г. началось их восстановление до уровня, близкого к 2003–2005 гг.

Таким образом, мы наблюдаем некоторую цикличность трансграничного движения капиталов в России, связанную с двумя кризисами – 1998 и 2008–2009 гг.: пиковые значения притока капитала до кризиса, затем его резкий отток, спад в международных потоках и их постепенное восстановление. При этом прослеживается общая тенденция усиления значимости трансграничных потоков капитала в экономике России<sup>27</sup>, что безусловно оказывает влияние и на проведение денежно-кредитной политики страны.

Несколько иные выводы возникают, если проанализировать показатели не потока, а запаса, содержащиеся в международной инвестиционной позиции. Сопоставим структуру международной инвестиционной позиции России на начало 2001 г. и начало 2012 г. (см. табл. 3).

Таблица 3. Международная инвестиционная позиция России (в % к ВВП)

Показатели	01.01.2001	01.01.2012
Активы	<b>95,8</b>	<b>67,1</b>
Прямые инвестиции	7,8	19,6
Портфельные инвестиции	0,5	2,4
Прочие инвестиции	76,8	17,9
Резервные активы	10,8	26,9
Пассивы	<b>70,9</b>	<b>59,6</b>
Прямые инвестиции	12,4	24,7
Портфельные инвестиции	12,4	12,2
Прочие инвестиции	46,2	22,4
Сумма	<b>166,7</b>	<b>126,7</b>

Источник: Центральный банк Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/iip\\_rf.htm&pid=svs&sid=mip](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/iip_rf.htm&pid=svs&sid=mip)).

27. Заметим, однако, что если принимать во внимание статью «чистые ошибки и пропуски», значения которой в 1990-е годы были в среднем выше, чем в 2000-е годы, то показатели конца 1990-х годов и 2003–2005 гг. будут в большей степени сопоставимы в абсолютных масштабах. Но при добавлении еще и резервных активов (отражающих движение капитала по линии денежных властей) вновь восстанавливается близкая к выделенной нами изначально динамика (естественно, на более высоком уровне).

Первый вывод, который можно сделать из приведенной таблицы — сокращение роли трансграничных финансовых активов и пассивов в экономике России за 2000–2011 гг. Однако применительно к показателям запаса подобный вывод следует делать со значительной долей осторожности. Отметим те качественные изменения, которые произошли в структуре внешних активов и пассивов. В отношении внешних активов это уход от доминирования прочих инвестиций к преобладанию резервных активов, что неудивительно, принимая во внимание характер проводившейся денежно-кредитной политики (см. ниже), и значительный рост показателя прямых инвестиций, отражающий в том числе экспансию российского бизнеса за рубеж. Что касается внешних пассивов, здесь также следует отметить существенно более равномерную структуру по видам вложений в российскую экономику в начале 2012 г. по сравнению с началом 2001 г. Таким образом, мы можем, хотя и с некоторой долей условности, говорить об улучшении модели участия России в международном движении капиталов и более широко — в финансовой глобализации.

## ЭВОЛЮЦИЯ РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 1992–2007 ГГ.

Для России включение в процессы глобализации в начале 1990-х годов было тесно связано с процессами рыночной трансформации, происходившими в национальной экономике. Одной из важных составляющих процесса перехода был выбор режима денежно-кредитной политики в новых условиях, поскольку в рамках предшествовавшей модели подобный тип экономической политики фактически отсутствовал.

Формально на начальном этапе рыночной трансформации был сделан выбор в пользу таргетирования денежной массы. Здесь проявилось влияние идей монетаризма на концепцию проводившихся преобразований. Хотя на практике говорить о последовательной денежно-кредитной политике, подчинявшейся каким-то правилам (в том числе и правилу по денежной массе), в первой половине 1990-х годов не приходится. Скорее происходили своеобразные маятниковые колебания ослабления и ужесточения денежно-кредитной политики в основном под влиянием внутриэкономических проблем.

Кроме того, не следует забывать, что в самом начале 1990-х годов продолжала действовать своеобразная форма валютного союза между республиками бывшего СССР на основе советского рубля, эмитировать который в наличной форме мог лишь Центральный банк России (ЦБР), тогда как бывшие союзные республики пользовались возможностями безналичной эмиссии для удовлетворения

спроса на деньги в своих странах. Только в середине 1992 г. прекратились свободные банковские переводы между предприятиями России и других стран — членов рублевой зоны, а окончательно независимость денежно-кредитной сферы России оформилась с июля 1993 г., когда были введены в обращение новые наличные российские рубли<sup>28</sup>. За это время, по оценкам, приводимым Л.Н. Красавиной, в Россию поступило 117 млрд советских рублей из бывших союзных республик, тогда как в самой России обращалось 160 млрд руб.<sup>29</sup> Тем самым действовали внешние ограничения для национальной денежно-кредитной политики России, но не на глобальном, а на региональном уровне.

Хотя участие России в международном движении капиталов в этот период было ограниченным, значительное влияние на проведение денежно-кредитной политики стала оказывать долларизация национальной экономики. Отношение депозитов в иностранной валюте к денежной массе в широком смысле к началу 1994 г. достигло 25%. При этом основная масса сбережений в иностранной валюте осуществлялась в наличной форме.

«Черный вторник» 11 октября 1994 г., когда за один день курс рубля на Московской межбанковской валютной бирже упал с 3926 до 3081 руб. за долл., продемонстрировал значительную зависимость ожиданий экономических агентов и оценки политики правительства в целом от ситуации с валютным курсом рубля. В результате произошел значительный скачок степени долларизации (до 30% к началу 1995 г.) и была инициирована подготовка к переходу на режим таргетирования валютного курса. Этот переход был в русле тенденций проведения денежно-кредитной политики в других странах с переходной экономикой, в которых под влиянием растущего воздействия внешних факторов режим таргетирования денежной массы демонстрировал свою неэффективность и заменялся таргетированием валютного курса.

Введение режима валютного коридора в 1995 г. означало не просто смену номинального якоря с денежной массы на валют-

---

28. Некителов А.Д. Концепция макроэкономической стабилизации под углом зрения российского опыта // Проблемы прогнозирования. 1994. № 4. С. 36–37.

29. Красавина Л.Н., Пищик В.Я. Регулирование инфляции: мировой опыт и российская практика. М.: Финансы и статистика, 2009. С. 189.

ный курс. Оно, во-первых, сопровождалось сменой направленности денежно-кредитной политики на более жесткую; во-вторых, ему предшествовала серия важных институциональных изменений, в том числе законодательно оформленный отказ от эмиссионного финансирования государственного бюджета.

Результаты перехода на новый режим денежно-кредитной политики были достаточно впечатляющими. Среднегодовой темп инфляции снизился со 198% в 1995 г. до 14,7% в 1997 г. В то же время успеху таргетирования валютного курса в России во многом способствовала благоприятная внешняя конъюнктура в 1995–1997 гг. Средняя цена на нефть на мировом рынке выросла с 16 долл. за баррель в 1994 г. до 20,4 долл. за баррель в 1996 г.<sup>30</sup> Кроме того, существенно возрос приток иностранного капитала в страну. Таргетирование валютного курса в данном случае играло стимулирующую роль, страхуя валютные риски для поступающего в страну иностранного капитала. Этот тезис подтверждается нашими расчетами по странам Центральной и Восточной Европы<sup>31</sup>.

Однако заметим, что при этом Центральный банк России лишь на начальном этапе воспользовался благоприятным изменением внешней конъюнктуры и существенно нарастил свои валютные резервы – с 4 млрд долл. на конец 1994 г. до 14,4 млрд долл. на конец 1995 г. В последующем произошло сокращение валютных резервов<sup>32</sup>, что не способствовало повышению доверия к режиму валютного курса, действовавшему в стране.

Кризис 1998 г. вскрыл, с одной стороны, неустойчивость притока капитала по линии портфельных инвестиций, с другой – недостаточность накопленных денежными властями резервов. Как следствие, был нанесен значительный удар по денежно-кредитной и валютной сфере, вызвавший резкое падение валютного курса, увеличение темпа инфляции, критическое состояние в банковской сфере,

---

30. International Financial Statistics. Yearbook 2006. Washington DC: International Monetary Fund, 2006. P. 121.

31. Головнин М.Ю. Модели проведения денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации: опыт России и стран Центральной и Восточной Европы. М.: Институт экономики РАН, 2010. С. 30.

32. На конец 1996 г. они составили 11,3 млрд долл., на конец 1997 г. – 12,9 млрд долл. См.: International Financial Statistics. Yearbook 2006. Washington DC: International Monetary Fund, 2006. P. 509.



резкий отток капитала из страны и растущую значимость долларизации в национальной экономике.

Отказ от валютного коридора во время кризиса во многом стал вынужденной мерой в силу резко возросшего спроса на иностранную валюту и недостаточного уровня валютных резервов денежных властей. Поддержка банковской системе хотя и оказывалась, но была незначительной (по сравнению, например, с банковскими кризисами в странах Центральной и Восточной Европы в 1990-е годы<sup>33</sup>). Среди положительных примеров действий денежных властей следует отметить введение в кризисный период более жестких мер валютного регулирования, что позволило несколько смягчить ряд проблем российской экономики, в том числе бегство капитала.

Тем не менее, вынужденный отказ от режима таргетирования валютного курса в 1998 г. не привел в России, в отличие от других стран с трансформирующимися экономиками (например, Чехии), к резкой смене режима денежно-кредитной политики. При формальном некотором смещении фокуса в сторону монетарного таргетирования денежные власти де-факто постепенно вернулись к таргетированию валютного курса (хотя и в неявной форме).

Однако в новой ситуации цели поменялись на противоположные – в условиях значительного притока иностранной валюты по внешнеторговому каналу (а в 2007 г. – еще и по линии движения капитала) создавалось давление в сторону укрепления национальной валюты. Постепенное исчерпание первоначального эффекта обесценения рубля в качестве источника экономического роста требовало от Центрального банка сдерживания роста курса национальной валюты, которое и осуществлялось посредством валютных интервенций.

Первоначально проведение интервенций требовалось для достижения валютными резервами некоторого уровня, позволяющего использовать их как подушку безопасности, поскольку кризис 1998 г. показал явную недостаточность накопленных до его начала запасов иностранной валюты. В результате только за 2000 г. валют-

---

33. Головин М.Ю. Развитие денежно-кредитной сферы в трансформационный период: Россия и страны Центральной и Восточной Европы. М.: Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2009. С. 65–75.

ные резервы (без учета золота) увеличились в 2,9 раза (с 8,5 млрд долл. на 1 января 2000 г. до 24,3 млрд долл. на 1 января 2001 г.<sup>34</sup>). В дальнейшем этот процесс неуклонно продолжался, а цель поддержания необходимого уровня резервов (который уже явно был превышен) сменилась целью сдерживания валютного курса рубля от чрезмерного укрепления. В итоге к началу августа 2008 г. величина резервных активов в иностранной валюте приблизилась к рекордной отметке в 598 млрд долл.

Валютные интервенции Центрального банка приводили к увеличению денежной массы в экономике: годовые темпы прироста денежной массы M2 (в национальном определении) находились в 2002–2007 гг. на достаточно высоком уровне – 30–60%. В связи с этим звучали опасения относительно угрозы ускорения инфляции в стране. Однако, следует отметить, что на практике среднегодовой темп инфляции в 2002–2007 гг. постепенно снижался. В экономике происходило увеличение спроса на деньги, вызванное прежде всего экономическим ростом, а также процессами дедолларизации.

Тем не менее, ЦБР стремился проводить операции по стерилизации избыточной ликвидности. Основным его инструментом в этом направлении являлись депозитные операции. Их значимость резко возросла в 2006–2007 гг.: если в 2004–2005 гг. среднедневные остатки депозитов коммерческих банков в Центральном банке составляли 112–114 млрд руб., то в 2006 г. они увеличились до 148,8 млрд руб., а в 2007 г. – 313,5 млрд руб.<sup>35</sup> Кроме того, Банк России активно развивал операции обратного модифицированного репо с ценными бумагами правительства, которые находились в его портфеле, а также операции с собственными облигациями, первое размещение которых (после 2001 г.) он провел в сентябре 2004 г.

Но мер денежно-кредитной политики для стерилизации последствий валютных интервенций было недостаточно, так как депозитные операции носят пассивный характер, операции на открытом рынке были еще слабо развиты, а на повышение минимальных резервных требований ЦБР не мог пойти в силу значительного давления со стороны банковского сообщества. В результате был

34. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/inter\\_res\\_00.htm&pid=svs&sid=mra](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/inter_res_00.htm&pid=svs&sid=mra).

35. Рассчитано на основе данных из [http://www.cbr.ru/ostat\\_base/main.asp?depo=Yes](http://www.cbr.ru/ostat_base/main.asp?depo=Yes).

выбран вариант, при котором часть функций денежно-кредитной политики по стерилизации ликвидности взяла на себя бюджетно-налоговая политика посредством создания так называемого «стабилизационного фонда», выполнявшего на практике стерилизационную роль<sup>36</sup>.

Несмотря на проводившуюся политику, нацеленную на управление валютным курсом, процесс укрепления рубля в реальном выражении, а впоследствии и в номинальном выражении продолжался. Сочетание растущего курса рубля, экономического роста с высокими темпами и постепенного возвращения доверия внешних инвесторов привели к возросшему притоку иностранного капитала в российскую экономику (см. табл. 2). Однако этот капитал, как и в предыдущий период, носил в основном краткосрочный характер (главным образом в форме прочих инвестиций). Кроме того, в условиях относительно высоких процентных ставок внутри страны, снижавшихся ставок на мировом финансовом рынке (особенно на фоне сокращения премии за риск для развивающихся рынков) и укрепляющегося рубля национальные экономические агенты получали значительные стимулы к долговому финансированию за рубежом (в форме получения кредитов или эмиссии облигаций). Эти стимулы были усилены либерализацией трансграничных операций с капиталом, проходившей постепенно на протяжении первой половины 2000-х годов и завершившейся формальным снятием всех валютных ограничений на движение капитала с середины 2006 г.

Под воздействием упомянутых тенденций и динамики курсов ведущих мировых валют произошли изменения в механизме валютной политики Банка России: в феврале 2005 г. был осуществлен переход от регулирования курса рубля по отношению к доллару к его регулированию относительно бивалютной корзины<sup>37</sup>. Удельный вес евро в бивалютной корзине постепенно повышался, пока не достиг в феврале 2007 г. нынешнего значения в 45%. Это привело и

---

36. См., напр.: Стабилизация или стерилизация? (интервью с А. Некипеловым) // Независимая газета. 2006. 24 ноября.

37. О реальных изменениях в ориентирах валютной политики, на наш взгляд, можно говорить лишь начиная с середины 2005 г., когда вес евро в валютной корзине стал достаточно существенным, повысившись с 10% на 1 февраля 2005 г. до 30% на 31 июля 2005 г.

к росту доли валютных резервов, номинированных в евро, которая на начало 2012 г. составляла 42,1% (доля доллара США – 45,5%)<sup>38</sup>.

Обоснование введения бивалютной корзины ориентацией внешнеэкономических связей России прежде всего на ЕС отражает реальное положение вещей в валютной сфере страны лишь частично. С одной стороны, доля стран ЕС во внешнеторговом обороте России по итогам 2011 г. действительно составляла 50,4%, а стран – членов зоны евро – 36,2%<sup>39</sup> (подобные значения были достаточно устойчивыми на протяжении ряда последних лет). С другой стороны, цены на основную часть российского экспорта номинированы в долларах США, что зачастую предопределяет выбор валюты расчетов. Учитывая упомянутую выше роль доллара в мировой валютной системе, не удивительно, что на практике до кризиса 2008–2009 гг. операции с евро на российском валютном рынке не играли значительной роли и были представлены в основном сделками евро–доллар США. Так, в 2007 г. на эти сделки приходилось около 29% оборота межбанковского валютного рынка, тогда как на сделки евро–российский рубль – лишь 1,7%. Во время кризиса резко возросла привлекательность операций евро–российский рубль, доля которых на межбанковском валютном рынке в первые месяцы 2009 г. достигла 11%, а на биржевом валютном рынке составила около 40%<sup>40</sup>. Однако по мере ослабления кризисных явлений эта доля вновь начала падать. На июль 2012 г. на межбанковском рынке она составляла около 7,2%<sup>41</sup>.

Введение бивалютной корзины в качестве ориентира скорее позволило создать некоторое пространство для маневра в денежно-кредитной политике в условиях быстро увеличивавшегося реального курса рубля по отношению к доллару и падения курса последнего по отношению к евро на мировом валютном рынке. Одновременно в этом шаге можно увидеть и политическое решение, направленное в сторону большего сближения с ЕС.

38. Годовой отчет Банка России за 2011 год. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2012. С. 84.

39. По данным Федеральной таможенной службы (<http://www.customs.ru>).

40. Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития российского валютного рынка // Деньги и кредит. 2009. № 4. С. 17.

41. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/turnover-s\\_12.htm&pid=finr&sid=m1\\_1\\_cass](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/turnover-s_12.htm&pid=finr&sid=m1_1_cass).

Таким образом, к концу 2007 г. основными проблемами при проведении денежно-кредитной политики России были сохранение темпа инфляции на относительно высоком уровне и продолжавшееся, несмотря на усилия денежных властей, укрепление курса рубля. Причем многими исследователями укрепление рубля в реальном выражении связывалось с высокими темпами инфляции<sup>42</sup>, а в номинальном — с уже упомянутыми внешними факторами (рост цен на энергоносители, приток капитала). Тем самым в полной мере проявилась противоречивость целей денежно-кредитной политики, описываемая «невозможной триадой».

---

42. Ср., напр.: Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. М.: Дело, 2008. С. 16; Дробышевский С., Кадочников П., Синельников-Мурылев С. Некоторые вопросы денежной и курсовой политики в России в 2000–2006 годах и на ближайшую перспективу // Вопросы экономики. 2007. № 2. С. 26.

## ИЗМЕНЕНИЯ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ В КРИЗИСНЫЙ И ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОДЫ

Значительное влияние на денежно-кредитную политику России оказал кризис 2008–2009 гг. В отличие от кризиса 1998 г. он стал следствием в первую очередь действия внешних факторов, которое, тем не менее, было усугублено недостатками отечественной финансовой системы (относительно низкой капитализацией банковского сектора, высокой зависимостью национальных финансовых рынков от средств нерезидентов и т.п.).

Реакция денежно-кредитной политики России на мировой экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. определялась тем, что он распространялся на экономику страны несколькими волнами: первой волной стали потрясения на мировых финансовых рынках летом–осенью 2007 г., второй – резкий рост цен на энергоносители и продовольственные товары осенью 2007 – зимой 2008 г., и, наконец, острая фаза кризиса наступила осенью 2008 г.

При этом заметим, что вплоть до начала 2009 г. денежно-кредитная политика России продолжала основываться на достаточно жестком регулировании валютного курса, хотя с ноября 2008 г. Центральный банк уже стал существенно изменять целевые значения курса рубля к бивалютной корзине.

Таким образом, во время острой фазы кризиса (сентябрь 2008 г. – январь 2009 г.) денежно-кредитная политика России фактически столкнулась с двойственностью целей: поддержания валютного курса и обеспечения финансовой стабильности, которые вошли

в явное противоречие. Дело в том, что регулирование валютного курса на этом этапе требовало значительных интервенций для стабилизации его динамики, а также поддержания на высоком уровне ставок процента, следствием которых было ужесточение денежно-кредитной политики. Параллельно проводившаяся поддержка банковской системы мерами как денежно-кредитной, так и бюджетно-налоговой политики, позволила удержать ее на плаву, но общий эффект от двойственной направленности денежно-кредитной политики был отрицательным, что выразилось в значительном сокращении денежной массы во втором полугодии 2008 г.

Заметим, что в условиях свободного трансграничного движения капитала подобная двойственность денежно-кредитной политики порождала порочный круг: помощь, которую получали коммерческие банки, в значительной степени направлялась в зарубежные активы, что создавало дополнительное давление на валютный курс и вынуждало Центральный банк увеличивать масштабы валютных интервенций.

В то же время сдерживание резкого обесценения валютного курса было необходимо в первую очередь для поддержания стабильности финансовой системы. Как известно, к началу мирового экономического и финансового кризиса банками и нефинансовыми предприятиями в России был накоплен значительный внешний долг, составлявший на 1 января 2008 г. 417,2 млрд долл., или около 32% ВВП. Кроме того, существенная часть выданных кредитов была номинирована в иностранной валюте<sup>43</sup>, что увеличивало риск неплатежей по ним в случае резкого падения валютного курса рубля.

Частично решить указанный круг проблем можно было за счет введения валютных ограничений на отток капитала. В поддержку этой меры выступал ряд исследователей, однако Правительство и Центральный банк не пошли на ужесточение режима валютного регулирования.

Среди положительных моментов антикризисной денежно-кредитной политики отметим достаточно быстрый запуск новых

---

43. На 1 января 2008 г. около 27% размещенных кредитными организациями средств (включая операции на межбанковском рынке) были номинированы в иностранной валюте. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank\\_system/4-3-1\\_08.htm&pid=pdko&sid=dopk](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-3-1_08.htm&pid=pdko&sid=dopk).

инструментов обеспечения банковской системы ликвидностью<sup>44</sup> и активизацию уже действовавших. Основным инструментом предоставления ликвидности банковской системе выступали операции прямого репо. Пик их использования пришелся на сентябрь 2008 г. — февраль 2009 г. В этот период в среднем за месяц посредством данных операций предоставлялась ликвидность на сумму около 4,8 трлн руб.<sup>45</sup>

С начала 2009 г. Центральный банк повысил степень прозрачности проводимой им политики по регулированию валютного курса, объявив границы «широкого» и «узкого» коридоров его колебания. При этом границы «узкого» коридора были плавающими, в зависимости от осуществлявшихся Центральным банком интервенций, что сделало новый режим более гибким. Более того, границы «узкого» коридора постепенно расширялись: если на начало 2009 г. интервал коридора составлял 2 руб., то на конец июля 2012 г. — 7 руб.

Вместе с тем до апреля 2010 г. в отдельные месяцы еще наблюдались значительные интервенции Центрального банка на валютном рынке, главным образом связанные с приобретением иностранной валюты. Однако с мая 2010 г. ежемесячные интервенции в долларах США (на чистой основе) составляли не более 5 млрд долл.<sup>46</sup> Тем не менее, говорить об уходе Центрального банка с валютного рынка пока явно преждевременно.

Результатом снижения вмешательства Центрального банка в динамику валютного курса на первом этапе стало его достаточно существенное укрепление, не подкрепленное фундаментальными факторами, связанными с развитием национальной экономики. В дальнейшем произошло увеличение волатильности валютного курса. Так, за 2010–2011 гг. реальный курс рубля к доллару США вырос на 19,4%, а к евро — на 20,2%. При этом под влиянием потрясений на мировых финансовых рынках происходило резкое обесценение рубля по отношению к бивалютной корзине в августе–сентябре 2011 г. и мае–июне 2012 г. (рис. 4).

---

44. Основными новыми инструментами стали кредиты без обеспечения и кредиты под обеспечение «нерыночными» активами (под которыми подразумевались залог векселей, прав требования по кредитным договорам).

45. Рассчитано на основе [http://www.cbr.ru/hd\\_base/repo.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/repo.asp).

46. Единственным исключением была чистая продажа долларов США в размере около 6,8 млрд долл. в сентябре 2011 г.



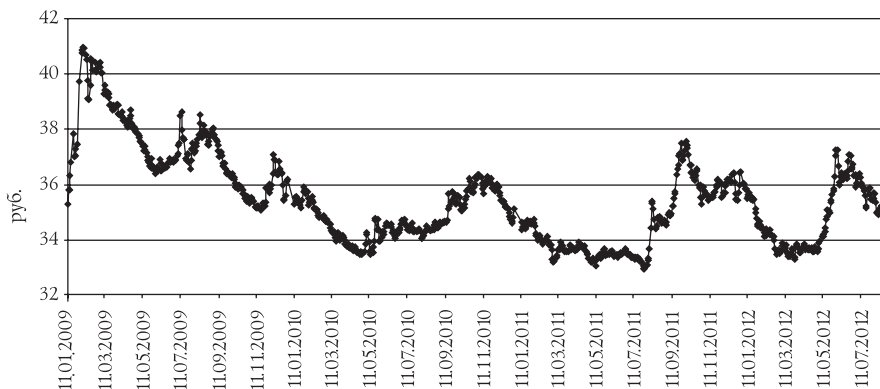


Рис. 4. Курс рубля к бивалютной корзине в 2009–2012 гг.

Источник: Московская межбанковская валютная биржа ([http://www.micex.ru/marketdata/quotes?secid=USDEUR\\_BKT](http://www.micex.ru/marketdata/quotes?secid=USDEUR_BKT)).

В посткризисный период продолжились изменения в инструментарии денежно-кредитной политики. Банк России постепенно отказывался от чрезвычайных мер по предоставлению ликвидности банковской системе. Так, на протяжении 2010 г. постепенно сворачивались операции по выдаче кредитов без обеспечения (они перестали выдаваться с 1 января 2011 г.)<sup>47</sup>.

Переход к более гибкому регулированию валютного курса был призван в том числе способствовать усилению воздействия на экономику мерами процентной политики. В связи с этим, ориентируясь на опыт развитых стран и ряда стран с формирующимися рынками, ЦБР продолжил развитие операций на открытом рынке. Учитывая ограниченный объем государственных ценных бумаг, выпускаемых Правительством, он стал расширять предложение собственных ценных бумаг, начав в ноябре 2010 г. эмиссию трехмесячных облигаций Банка России (ОБР)<sup>48</sup>.

Процентная политика Центрального банка до февраля 2011 г. была направлена на смягчение условий в денежно-кредитной сфере, в том числе на активизацию кредитной активности (снижение ставки рефинансирования с 13% в апреле 2009 г. до 7,75% в

47. Состояние денежной сферы и реализация денежно-кредитной политики в 2010 году // Вестник Банка России. 2010. № 15. С. 11.

48. Там же. С. 10.

июне 2010 г.)<sup>49</sup>. В результате с середины 2010 г. темпы роста кредитов в банковской системе вышли в положительную область.

Между тем во второй половине 2010 г. вновь сложилась ситуация, аналогичная имевшей место в конце 2007 г., когда рост цен на продовольствие и энергоносители на мировом рынке вызвал ускорение инфляции в национальных экономиках, в том числе в экономике России<sup>50</sup>. Однако на этот раз резких изменений в денежно-кредитной политике не последовало. В феврале 2011 г. ЦБР повысил минимальные резервные требования и на 0,25 процентных пункта увеличил ставку рефинансирования. В общей сложности за февраль—май 2011 г. ставка рефинансирования была поднята на 0,5 процентных пункта, а минимальные резервные требования — на 1,5–3 процентных пункта (в зависимости от типа обязательств). Следует отметить, что Центральный банк ввел повышенные резервные требования по обязательствам перед нерезидентами (он уже использовал подобный инструмент в 2007–2008 гг. для сдерживания резкого роста внешней задолженности банковского сектора).

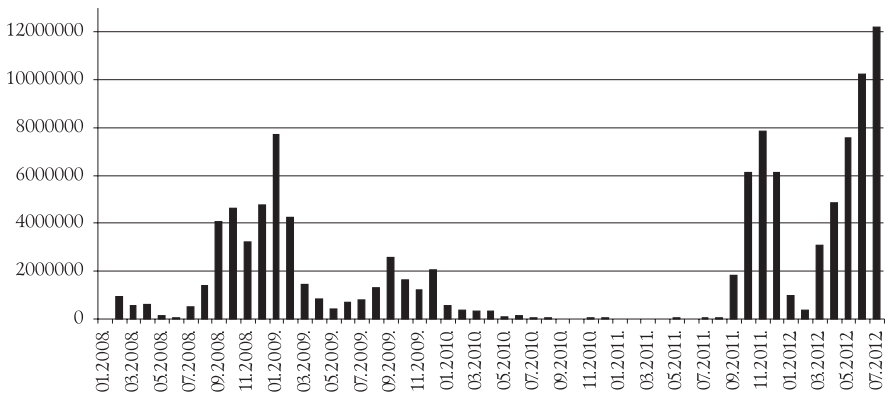


Рис. 5. Объем операций прямого репо в 2008–2012 гг. (млн руб.)

Источник: расчеты на основе данных Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/repo.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/repo.asp)).

49. [http://www.cbr.ru/print.asp?file=/statistics/credit\\_statistics/refinancing\\_rates.htm&pid=idkp\\_br&sid=ref](http://www.cbr.ru/print.asp?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm&pid=idkp_br&sid=ref).

50. С июля 2010 г. по июль 2011 г. среднемесячная цена нефти марки Brent выросла почти на 55%, а индекс мировых цен на продовольствие — на 34%. За этот период годовой темп инфляции в России увеличился с 5,5 до 9,0%.

Инструменты предоставления ликвидности банковской системе вновь были активно задействованы ЦБР во второй половине 2011 г. и в середине 2012 г. в связи с потрясениями на мировых финансовых рынках. Основным инструментом выступали операции прямого репо, объемы которых в эти периоды превысили показатели острой фазы кризиса 2008–2009 гг. (рис. 5).

Таким образом, Центральный банк продемонстрировал готовность оперативно вмешаться при изменении внешней конъюнктуры, однако в этом случае его интервенции на валютном рынке были существенно меньше, и он позволил курсу рубля обесцениться относительно бивалютной корзины.

## ПЕРСПЕКТИВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

В ближайшей перспективе Центральным банком поставлена задача перехода к режиму инфляционного таргетирования. На наш взгляд, Россия еще не готова к подобному шагу. Если вести речь о классическом режиме инфляционного таргетирования, применяемом в развитых странах и в ряде стран с формирующимися рынками (например, в Польше), то он требует введения режима свободного плавления национальной валюты. Высокая степень взаимосвязи потоков капитала и динамики цен на нефть приведут к тому, что свободное плавание валюты будет не сглаживать, а обострять внешние шоки, препятствуя диверсификации национальной экономики в период роста цен на нефть и углубляя негативные последствия для экономики при их падении.

Авторы «Стратегии-2020» также выступают за переход к режиму инфляционного таргетирования, но в его модифицированной форме<sup>51</sup>, при которой признается необходимость регулирования валютного курса, но без установления жестких пределов его колебаний. Ряд стран с формирующимися рынками действительно реализуют режим инфляционного таргетирования в сочетании с управляемым плаванием валюты (например, Бразилия, Венгрия, Индонезия, Республика Корея и др.), и их число существенно возросло во время современного экономического и финансового кризиса<sup>52</sup>.

Целевой ориентир по инфляции, заложенный в «Стратегии-2020» — «средняя инфляция в ЕС + 1,5–2 процентных пункта»<sup>53</sup> —

---

51. Стратегия-2020: Новая модель роста — новая социальная политика. Итоговый доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года. 13 марта 2012. (<http://2020strategy.ru/documents/32710234.html>). С. 121.

52. См.: IMF Annual Report 2007. Washington DC: International Monetary Fund, 2007. Appendix I. P. 9–10; IMF Annual Report 2011. Washington DC: International Monetary Fund, 2011. Appendix II. Table II.9.

53. Стратегия-2020... С. 119–120.

вызывает многочисленные вопросы. Во-первых, почему в качестве ориентира берутся именно страны ЕС? Означает ли это предположение о какой-то более глубокой интеграции с этим объединением? Во-вторых, методика расчета инфляции в ЕС (по гармонизированному индексу потребительских цен) отличается от российской. На наш взгляд, если и устанавливать целевое значение темпа инфляции, то исходя из реалий российской экономики, соотношения выгод и потерь, связанных с его достижением.

Опасность жесткого следования цели по инфляции, особенно если она будет установлена на заниженном для российской экономики уровне, может заключаться в потерях с точки зрения выпуска, что в ситуации неустойчивого посткризисного восстановления (со значительной вероятностью повторного «сползания в кризис»), на наш взгляд, является слишком высокой ценой.

Вопрос со степенью вмешательства в динамику валютного курса также является дискуссионным. В условиях российской экономики значительное укрепление национальной валюты может окончательно подорвать конкурентоспособность обрабатывающей промышленности, тогда как ее резкое обесценение — вызвать самоподдерживающиеся потрясения на валютном рынке (принимая во внимание склонность к долларизации) с угрозой дестабилизации финансовой системы. В то же время, как показывает предшествующий опыт России и других стран с формирующимися рынками, явное или неявное таргетирование валютного курса создает страховку для иностранных инвесторов, привлекая в страну краткосрочный капитал. В такой ситуации оптимальным может быть вариант управляемого плавания без заранее объявляемых границ изменений валютного курса, но при достаточно значительном присутствии Центрального банка на валютном рынке. В эту сторону и происходит «дрейф» современных режимов валютного курса в странах с формирующимися рынками.

Повышение гибкости режима валютного курса создает возможности переноса операционного ориентира денежно-кредитной политики на процентную ставку, к чему и стремится Центральный банк. Однако проблема заключается в том, что канал передачи сигналов от денежно-кредитной политики (трансмиссионный механизм), связанный с процентной ставкой, в России недостаточно развит.

Многими исследователями это объяснялось тем, что в 2000-е годы до кризиса 2008–2009 гг. российская банковская система сталкивалась с избыточной ликвидностью, что снижало ее реакцию на изменения процентной ставки. В кризис ситуация поменялась, но в это время были нарушены и другие взаимосвязи, определяющие эффективность денежно-кредитной политики. При сокращении вмешательства Центрального банка на валютном рынке в 2010–2011 гг. на денежном рынке стал постепенно формироваться дефицит ликвидности, что, по мнению ряда исследователей, повысило возможности для активизации канала процентной ставки<sup>54</sup>. Однако и в этих условиях сохраняются серьезные проблемы. Во-первых, финансовая система России остается недостаточно развитой, несмотря на значительный прогресс, достигнутый в этом направлении в 2000-е годы. На 1 января 2012 г. совокупные активы банковской системы России составляли 76,3% ВВП, а собственный капитал – 9,6% ВВП<sup>55</sup>. Во-вторых, внешние потрясения приводят к значительным колебаниям процентных ставок внутри страны, в первую очередь на межбанковском рынке. Так, хотя Центральному банку удалось, начиная с 2010 г., стабилизировать процентные ставки у нижней границы процентного коридора<sup>56</sup>, с середины 2011 г. наметилось отклонение траектории их движения вверх от этой границы<sup>57</sup>.

Кроме того, повышение степени регулируемости Центральным банком процентных ставок межбанковского рынка еще не означает полноценной работы канала процентной ставки трансмиссионного механизма, так как он предполагает более длинную цепочку взаимодействий: через процентные ставки по кредитам к воздействию на инвестиционный и потребительский спрос. Однако проблема полноценного оживления инвестиционного спроса в российской экономике до сих пор не решена.

---

54. См., напр.: *Грей С.* Повышение эффективности денежно-кредитной политики в России // Российская Федерация. Документ по отдельным вопросам. Доклад МВФ по стране № 12/218. Международный валютный фонд, 2012.

55. Обзор банковского сектора Российской Федерации (Интернет-версия). 2012. № 118 (август). ([http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_1208.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1208.pdf)).

56. Процентный коридор представляет собой пространство между самой низкой и самой высокой процентными ставками по операциям Центрального банка.

57. Состояние денежной сферы и реализация денежно-кредитной политики в 2011 году // Вестник Банка России. 2012. № 14. С. 8.

Для повышения эффективности денежно-кредитной политики в стране на данном этапе, на наш взгляд, необходимо решение ряда предварительных задач:

1. Содействие развитию национальной банковской системы и фондового рынка, не зависящих критически от иностранного капитала, что позволит им более гибко реагировать на сигналы со стороны центрального банка и сформировать действенные трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики.

Ряд мер в соответствии с основными принципами макропруденциальной политики, разработанными на международном уровне, предусмотрены к реализации Банком России в 2012–2014 гг.: совершенствование инструментов макропруденциального анализа, выработка подходов к определению и регулированию системно значимых финансовых институтов, к формированию банками контрциклических буферов капитала<sup>58</sup>.

2. Продолжение развития инструментария денежно-кредитной политики, в первую очередь в части совершенствования операций на открытом рынке и допуска более широкого круга контрагентов к операциям Центрального банка.

3. Сохранение нежесткого регулирования валютного курса с целью содействия диверсификации экономики и предотвращения значительных колебаний потоков капитала.

Наконец, в современных условиях нестабильности на внешних рынках сдерживание деятельности Центрального банка каким-либо жестким правилом (по инфляции или валютному курсу) может препятствовать гибкости реагирования на очередную волну финансовых потрясений. Денежно-кредитная политика России может носить ограниченно дискреционный характер, ориентируясь на отслеживание ряда макроэкономических индикаторов, включая, наряду с темпами инфляции и динамикой валютного курса, темпы экономического роста, индикаторы стабильности финансовой системы, не позволяя им значительно отклоняться от критических значений.

---

58. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011. С. 30–32.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Денежно-кредитная политика России сталкивается в процессе глобализации с вызовами, которые присущи и другим странам, прежде всего относящимся к группе экономик с формирующимися рынками. Подведем итоги, отметив с какими из отмеченных выше вызовов глобализации сталкивалась денежно-кредитная политика России и как она на них реагировала на различных этапах внешней открытости.

1. *Ограничения по выбору целей* стали действовать с самого начала переходного процесса в результате открытия финансовой системы. Особенно остро они проявились на пике повышения уровня внешней открытости национальной финансовой системы в 2006–2007 гг., когда были окончательно сняты ограничения на трансграничное движение капитала.

В настоящее время Центральный банк стремится изменить модель денежно-кредитной политики, перенося акцент с регулирования валютного курса на регулирование инфляции. Однако во время переходного периода отмеченный дуализм целей сохраняется.

2. Так же, как и в остальных открытых экономиках, на *инфляцию* внутри России значимое воздействие оказывают *внешние факторы*. На начальном этапе перехода их действие транслировалось главным образом через валютный курс (инфляционную среду создавало бегство капитала и внутренняя долларизация экономики). На современном этапе ведущая роль перешла к динамике цен на мировых рынках энергоносителей и продовольствия, а также к



разнице между фактическим и потенциальным выпуском на мировом уровне. В этих условиях возникает проблема, насколько сильно денежно-кредитная политика должна реагировать на внешние ценовые шоки, учитывая, что они могут иметь временную природу (особенно в случае с ценами на продовольствие). Последний значительный шок подобного рода (вторая половина 2010 г. – начало 2011 г.) продемонстрировал, что ЦБР стал в меньшей степени реагировать на внешние ценовые потрясения, принимая во внимание состояние национальной денежно-кредитной сферы.

3. Не только российская инфляция, но и экономика страны уже неоднократно сталкивалась на протяжении трансформационного периода с *внешними шоками*, которые требовали реакции в том числе со стороны денежно-кредитной политики.

Двумя крупнейшими шоками были последствия азиатского финансового кризиса, спровоцировавшие кризис 1998 г., и мировой экономической и финансовый кризис 2007–2009 гг., наиболее остро затронувший экономику России в 2008–2009 гг. Если в первом случае эффективность денежно-кредитной политики в части сокращения остроты кризиса была достаточно низкой, то во втором она безусловно способствовала смягчению негативного воздействия внешних потрясений на национальную экономику. Вместе с тем ни в том, ни в другом случае антикризисную модель денежно-кредитной политики нельзя признать оптимальной.

На относительно недавние внешние потрясения второй половины 2011 г. и мая–июня 2012 г. Центральный банк отреагировал достаточно оперативно. В то же время масштаб их воздействия на российскую экономику был не столь значительным. В сценариях проведения денежно-кредитной политики на ближайшую перспективу Центральный банк должен учитывать вероятность разрастания кризисных потрясений в мировой экономике. Реакция на них с большой вероятностью вновь потребует как оказания помощи банковской системе, так и сдерживания обесценения валютного курса. При этом по сравнению с кризисом 2008–2009 гг. первой задаче необходимо уделять большее внимание, чем второй. Также, на наш взгляд, важно заложить возможность использования инструментария валютного регулирования для частичного смягчения дуализма денежно-кредитной политики.

## Список литературы

1. *Андрюшин С., Бурлачков В.* Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России // Вопросы экономики. 2008. №11.
2. Годовой отчет Банка России за 2011 год. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2012.
3. *Головнин М.Ю.* Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. М.: Институт экономики РАН, 2008.
4. *Головнин М.Ю.* Модели проведения денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации: опыт России и стран Центральной и Восточной Европы. М.: Институт экономики РАН, 2010.
5. *Головнин М.Ю.* Моделирование инфляционных процессов (обзор работ). М.: Институт экономики РАН, 2011.
6. *Грей С.* Повышение эффективности денежно-кредитной политики в России // Российская Федерация. Документ по отдельным вопросам. Доклад МВФ по стране № 12/218. Международный валютный фонд, 2012.
7. *Дробышевский С., Кадочников П., Синельников-Мурылев С.* Некоторые вопросы денежной и курсовой политики в России в 2000-2006 годах и на ближайшую перспективу // Вопросы экономики. 2007. № 2.
8. *Красавина Л.Н., Пищик В.Я.* Регулирование инфляции: мировой опыт и российская практика. М.: Финансы и статистика, 2009.
9. *Кувшинова О., Шушунова Е.* Капитальный контроль // Ведомости. 2010. 15 октября.
10. *Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б.* Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития российского валютного рынка // Деньги и кредит. 2009. № 4.

11. *Некипелов А.Д.* Концепция макроэкономической стабилизации под углом зрения российского опыта // Проблемы прогнозирования. 1994. № 4.
12. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011.
13. Состояние денежной сферы и реализация денежно-кредитной политики в 2010 году // Вестник Банка России. 2010. №15.
14. Состояние денежной сферы и реализация денежно-кредитной политики в 2011 году // Вестник Банка России. 2012. №14.
15. Стабилизация или стерилизация? (интервью с А. Некипеловым) // Независимая газета. 2006. 24 ноября.
16. Стратегия-2020: Новая модель роста – новая социальная политика. Итоговый доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года. 13 марта 2012. (<http://2020strategy.ru/documents/32710234.html>).
17. *Улюкаев А.В.* Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. М.: Дело, 2008.
18. *Фетисов Г.Г.* Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. М.: Экономика, 2006.
19. *Шишков Ю.В.* Государство в эпоху глобализации // Мировая экономика и международные отношения. 2010. № 1.
20. *Aizenman J.* The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma) // The Encyclopedia of Financial Globalization. UCSC, NBER, May 2010.
21. *Borio C., Filardo A.* Globalisation and inflation: New cross-country evidence in the global determinants of domestic inflation / Presented at “The CEPR/ESI 10th Annual Conference on Globalisation and Monetary Policy”, NBP, Warsaw, September 2006.
22. *Calderón C., Schmidt-Hebbel K.* What Drives Inflation in the World? // Central Bank of Chile Working Papers. 2008. No. 491. October.
23. *Calvo G.A., Reinhart C.A.* When Capital Flows Came to a Sudden Stop: Consequences and Policy / In Reforming the International Monetary and Financial System. Ed. by P.B. Kenen, A.K. Swoboda. Washington DC: IMF, 2000.

24. *Cecchetti S.G., Moessner R.* Commodity prices and inflation dynamics // BIS Quarterly Review. 2008. December.
25. *Davies H., Drexler M.* Financial Development, Capital Flows, and Capital Controls / The Financial Development Report 2010. World economic Forum, 2010.
26. *Fischer S.* Distinguished Lecture on Economics in Government – Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? // The Journal of Economic Perspectives. 2001. Spring. Vol. 15. No. 2.
27. *Frait J., Komarek L.* Monetary Policy and Asset Prices: What Role for Central Banks in New EU Member States? // Warwick Economic Research Papers. 2006. No. 738.
28. *Frankel J.* The Death of Inflation Targeting // Project Syndicate. 2012. May 16 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>).
29. *Habermeier K., Kokenyne A., Baba C.* The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows // IMF Staff Discussion Note. 2001. August 5.
30. International Financial Statistics. Yearbook 2006. Washington DC: International Monetary Fund, 2006.
31. *Jokipii T., Lucey B.* CEE Banking Sector Co-Movement: Contagion or Interdependence? // IIS Discussion Paper. 2005. No. 77.
32. *Kindleberger Ch.P., Aliber R.* Manias, Panics, and Crashes. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc., 2005.
33. Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20. FSB, IMF, BIS, 2011. October 27.
34. *Mihaljek D.* How have external factors affected monetary policy in the EMEs? / In The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations // BIS Papers. 2011. No. 57.
35. *Prasad E.* After the Fall // Finance & Development. 2010. June.
36. *Rajan R.* Central Bankers under Siege // Project Syndicate, 2012. May 8 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-under-siege>).
37. *Rogoff K.* Inflation is Now the Lesser Evil // Project Syndicate, 2008. December, 2 (<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff51>).
38. *Woodford M.* Globalization and Monetary Control // NBER Working Paper. 2007. No. 13329.



## МИХАИЛ ЮРЬЕВИЧ ГОЛОВНИН

Заместитель директора, заведующий Центром проблем глобализации российской экономики Федерального государственного бюджетного учреждения науки Институт экономики РАН (ИЭ РАН), доктор экономических наук.

В 2000 г. закончил экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова по специальности «Экономическая и социальная политика». В 2003 г. защитил диссертацию на соискание ученой степени кандидата экономических наук в Институте международных экономических и политических исследований РАН по теме «Денежно-кредитная сфера переходных экономик (сопоставление опыта России и стран Центральной и Восточной Европы)». В 2011 г. защитил диссертацию на соискание ученой степени доктора экономических наук по теме «Денежно-кредитная политика России и стран Центральной и Восточной Европы в условиях глобализации».

С 1996 г. работает в Институте международных экономических и политических исследований РАН, с 2005 г. (после реорганизации) — в Институте экономики РАН. Занимал должности от старшего лаборанта-исследователя до ведущего научного сотрудника. С апреля 2010 г. — заведующий Центром проблем глобализации российской экономики. С ноября 2011 г. — заместитель директора ИЭ РАН.

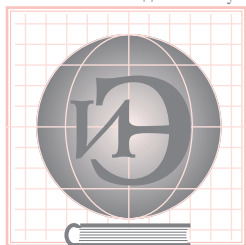
С 2006 г. преподает в Московской школе экономики МГУ им. М.В. Ломоносова (лекционные курсы «Макроэкономика — I», «Экономическая политика» для студентов бакалавриата, научные семинары для студентов магистратуры), с 2011 г. — доцент кафедры общей экономической теории.

Опубликовал свыше 60 научных работ, в том числе 4 индивидуальные и коллективные монографии, статьи в ведущих российских научных журналах по экономике («Вопросы экономики», «Проблемы прогнозирования», «Мировая экономика и международные отношения» и др.).

Победитель конкурса на соискание грантов Президента Российской Федерации для государственной поддержки молодых российских ученых — кандидатов наук и их научных руководителей (2006–2007 гг.), лауреат конкурса «Лучшие экономисты РАН» в 2004–2005 гг. и 2008 г.

Сфера научных интересов: денежно-кредитная политика, финансовая глобализация, валютно-финансовая интеграция.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

Сайт: [www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

*Научный доклад*

**М.Ю. Головнин**

Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации

Оригинал-макет – Валериус В.Е.

Редактор – Полякова А.В.

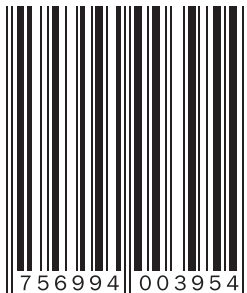
Компьютерная верстка – Гришина М.Ф.

Подписано в печать 30.08.2012 г.

Заказ № 47. Тираж 300. Объем 2,3 уч. изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 975-6-9940-0395-4



9 | 7 5 6 9 9 4 | 0 0 3 9 5 4 |