

---

М.Ю. Головнин, М.С. Любский, И.Э. Богатова

КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ  
НА МОНЕТАРНУЮ СФЕРУ РОССИИ

Москва  
Институт экономики  
2012

**Головнин М.Ю., Любский М.С., Богатова И.Э.** Каналы влияния внешних факторов на монетарную сферу России. — М.: Институт экономики РАН, 2012. — 43 с.

ISBN 978-5-9940-0383-1

В докладе анализируется влияние внешних факторов на монетарную сферу России, особое внимание уделяется динамике мировых цен на нефть и трансграничных потоков капитала. Выделяются основные направления воздействия этих факторов: влияние на инфляцию, динамику валютного курса и денежных агрегатов. Отдельно рассматривается проблема долларизации российской экономики. Анализируется проведение денежно-кредитной и валютной политики как реакция на изменение внешних факторов.

ISBN 978-5-9940-0383-1

© Институт экономики РАН, 2012  
© коллектив авторов, 2012  
© В.Е. Валериус, дизайн, 2007

## СОДЕРЖАНИЕ

|  |    |
|--|----|
| ВВЕДЕНИЕ .....   | 4  |
| ГЛАВА 1. ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ ....                                  | 8  |
| ГЛАВА 2. НАПРАВЛЕНИЯ ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ<br>НА МОНЕТАРНУЮ СФЕРУ .....                   | 17 |
| ГЛАВА 3. РЕАКЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ<br>НА ДЕЙСТВИЕ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ ..... | 29 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....   | 39 |
| Литература .....   | 42 |

## ВВЕДЕНИЕ

На протяжении трансформационного периода происходило увеличение степени открытости российской экономики как с точки зрения снятия формальных барьеров на участие во внешнеэкономической деятельности, так и в отношении роста объемов внешнеэкономических операций. Как следствие, росло воздействие внешних факторов на национальную экономику, включая такую важную ее часть, как монетарную, под которой мы понимаем следующие сферы: денежного обращения, кредита и валютную.

Наиболее яркими примерами подобного воздействия стали проблемы на поздней стадии существования советской экономики (вторая половина 1980-х гг.), объяснявшиеся рядом ученых снижением цен на мировом рынке нефти, и кризис 1998 г., спровоцированный оттоком иностранного капитала, начавшимся в конце 1997 г., и также усиленный падением мировых цен на нефть.

В настоящем докладе мы ограничиваем временные рамки анализа периодом 2000-х гг., не затрагивая раннюю стадию трансформации, характеризовавшуюся специфичными проблемами в денежно-кредитной сфере (бартер, неплатежи), ряд из которых (долларизация) продолжают существовать, хотя и в смягченном виде, и в настоящее время.

При рассмотрении темы мы не можем не учитывать особенностей современного глобального кризиса. Он возник как финансовый, а затем перерос в экономический. Современный кризис носит системный характер. Сейчас происходят процессы, свидетель-

ствующие о том, что модель финансового капитализма показывает свою несостоятельность, а глобализация начинает пробуксовывать. Похоже на то, что мир вступил в переходный период, требующий новой экономической и политической философии, новых стимулов и механизмов функционирования экономики и ее финансовой сферы. Известный американский социолог И. Валлерстайн пишет: «В настоящее время мы находимся на развилке системных процессов. Вопрос уже не в том, каким образом капиталистическая система сможет исцелить свои раны и возобновить наступление, вопрос в том, что придет на смену этой системе, какой порядок вырастет из окружающего нас хаоса»<sup>1</sup>.

Мировой кризис является свидетельством кризиса неолиберальной доктрины, одним из основных положений которой является отказ от государственного вмешательства в хозяйственную жизнь и от ее регулирования. То, что произошло в мире в последние годы, является убедительным опровержением неолиберальных теоретических построений, которые предрекали глобальной экономике перспективу «бесконечного ускоренного развития». Основываясь на неолиберальной доктрине, в последние десятилетия, прежде всего в США, происходило «совершенствование» механизмов финансовых рынков, которое якобы способствовало лучшему распределению рисков и повышению устойчивости этих рынков. Но в действительности все происходило с точностью до наоборот. Новые финансовые инструменты создали новые источники потрясений в мировой финансовой системе и экономике в целом. Отсутствие регулирования финансовых операций на межгосударственном уровне породило распространение рисков, а затем и кризисных явлений между странами.

Речь идет прежде всего о применении деривативов и секьютизации активов. Следует отметить, что эта проблема почему-то осталась без внимания на лондонском саммите «большой двадцатки» в 2009 г. Бывший экономический советник президента Франции Ф. Миттерана Ж. Аттали выступил с критикой этого саммита, отметив, что он сосредоточил внимание на том, «что не

---

1. Валлерстайн И. Динамика глобального кризиса: тридцать лет спустя // Эксперт. 2009. № 35. 14–20 сентября. С. 53–54.

очень важно, например, на роли рейтинговых агентств». Он пишет: «Важные же проблемы не решаются. Например, как предотвратить стопроцентную секьюритизацию, которая выводила риски с балансов банков. Ничего не делается, чтобы уменьшить степень использования заемного капитала»<sup>2</sup>.

Кризис показал, чего нельзя делать при осуществлении финансовых операций. Он однозначно продемонстрировал необходимость эффективного регулирования финансовых рынков, обеспечивающего доверие к банкам и другим финансовым институтам. Казалось бы, в мировой экономике настало время скоординированных действий ее участников. Страны «большой восьмерки» и «двадцатки», Комиссия ООН под руководством Дж. Стиглица на основе анализа причин и возможных последствий кризиса заявили о том, что намерены принять ряд мер по реформированию существующих и созданию новых международных финансовых институтов, которые будут способствовать выстраиванию новой мировой финансовой архитектуры. При этом предполагается: создание Глобального совета по координации экономической политики, новой глобальной резервной системы в форме усовершенствованной системы СДР, Комиссии по внешней задолженности; реализация мер по обеспечению прозрачности и эффективного регулирования финансовых рынков, предотвращению глобальных финансовых дисбалансов и асимметрии, управлению рисками и т.д. Однако, есть большие опасения, что декларируемые благие намерения останутся на бумаге. Дело в том, что страны пытаются решить в первую очередь свои внутренние проблемы. Но при этом они не стремятся вскрыть и устранить глубинные причины кризиса. Сплошь и рядом борьба с кризисом, по сути, подменяется борьбой с его симптомами.

Очередной саммит «двадцатки» в Мехико в июне 2012 г. так же, как и предыдущие саммиты, не дал ничего, кроме разговоров и намерений. Между тем в мировой экономике нарастают новые риски, связанные с кризисом суверенного долга в ряде стран еврозоны, опасностью разворачивания инфляционных процессов в глобальном масштабе.

---

2. Интервью Ж. Аттали А. Кокшарову «Саммит анонимных алкоголиков» // Эксперт. 2009. № 13. 6–12 апреля. С. 18.

Современный глобальный экономический и финансовый кризис оказал разрушительное воздействие на российскую экономику и финансовую систему. Падение реального ВВП в России в 2009 г. было одним из наиболее значительных среди крупных стран с формирующимися рынками. Восстановление, начавшееся в 2010 г., вряд ли можно назвать устойчивым, о чем свидетельствуют недостаточно высокие темпы экономического роста и сохраняющаяся нестабильность в монетарной сфере. Ярким отражением последней стали резкие падения курса рубля по отношению к ведущим мировым валютам в августе–сентябре 2011 г. и мае–июне 2012 г.

Дальнейшее изложение анализируемой проблемы будет построено следующим образом. В первом разделе мы охарактеризуем основные внешние факторы развития российской экономики, акцентируя внимание на динамике цен на нефть и трансграничных потоках капитала. Во втором – исследуем их воздействие на монетарную сферу страны. В третьем разделе рассмотрим реакцию денежно-кредитной и валютной политики на внешние вызовы. Наконец, в заключении будут намечены возможные новые внешние вызовы для развития денежно-кредитной сферы и экономики России и предложен ряд подходов к совершенствованию денежно-кредитного и валютного регулирования.

## ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Ключевыми направлениями внешнеэкономических связей, оказывающими воздействие на состояние национальной экономики и ее монетарной сферы, являются внешняя торговля и международное движение капиталов. Наиболее общими показателями степени открытости национальной экономики могут служить отношения внешнеторгового оборота и валовых трансграничных потоков капитала к ВВП (см. рис. 1, 2).

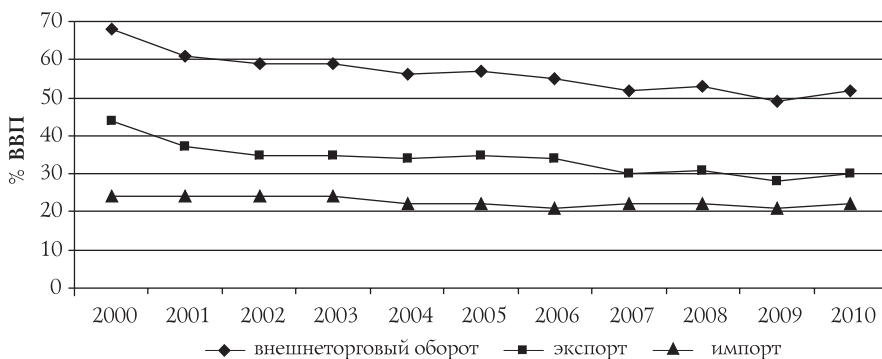


Рис. 1. Внешняя торговля товарами и услугами России в 2000–2010 гг.  
Источник: World Development Indicators (<http://data.worldbank.org/indicator>).





Рис. 2. Участие России в международных потоках капитала в 2000–2011 гг.

Рассчитано по: Платежный баланс Российской Федерации ([www.imf.org](http://www.imf.org), [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

На основе приведенных данных видно, что значимость внешней торговли для российской экономики формально постепенно, хотя и незначительно, снижается, главным образом в силу снижения отношения экспорта к ВВП. Однако, следует отметить, что доля экспорта в ВВП в России по сравнению с другими странами с формирующимися рынками является достаточно высокой. Так, в 2010 г. соответствующий показатель в Китае и Мексике приближался к российскому значению – 30% ВВП, тогда как в ЮАР был равен 27, в Аргентине и Индии – 22, в Бразилии – 11%<sup>3</sup>. Кроме того, на динамику этого показателя оказывают влияние изменения номинального валютного курса рубля к доллару США, поскольку ВВП рассчитывается в рублях.

Тем не менее, при прочих равных условиях, данные по внешнеторговым показателям относительно ВВП свидетельствуют, на наш взгляд, о следующих тенденциях: 1) «затухании» влияния роста цен на нефть в начале 2000-х гг. непосредственно через внешнюю торговлю и о росте «косвенного» влияния через показатели внутреннего спроса (потребление и инвестиции)<sup>4</sup>; 2) не столь уж критичном (как это иногда заявляется) росте импорта в докризис-

3. <http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>.

4. Этот вывод подкрепляется анализом статистических данных Росстата по структуре ВВП России (<http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/account/#>).

ный период; 3) показательном снижении уровня внешнеторговой открытости в 2007 г.; 4) негативном внешнеторговом шоке во время кризиса в 2009 г. не только в абсолютном, но и в относительном выражении.

Существенно большей волатильностью в течение рассматриваемого периода отличались трансграничные потоки капитала, связанные с российской экономикой, которые мы измерили как сумму всех потоков финансового счета платежного баланса без учета знака операции. Если в 2000 г. еще наблюдался значительный отток капитала как следствие кризиса 1998 г., то в 2001–2002 гг. он сократился, а устойчивый приток капитала еще не начался. Принципиально новый этап начался в 2003 г., когда изменилась ситуация в мировой экономике (окончание кризиса на фондовых рынках, рост цен на нефть) и наметился устойчивый рост российской экономики (на протяжении уже более четырех лет). В 2007–2008 гг. был достигнут пик участия России в международном движении капитала, но с принципиально разными тенденциями в эти два года (см. ниже). Наконец, в 2009–2010 гг. трансграничные потоки капитала, связанные с Россией, существенно сократились как в абсолютном, так и в относительном выражении. Некоторое оживление наметилось в 2011 г., но о его устойчивости пока говорить преждевременно.

Уже общим местом стало указание на связь внешнеэкономических связей России с динамикой цен на нефть. Оно имеет под собой объективное основание, связанное с высокой долей продукции топливно-энергетического сектора в экспорте России. Так, в 2011 г. в экспорте в дальнее зарубежье доля топливно-энергетических товаров составила 72,6%, а в страны СНГ – 56,6%<sup>5</sup>.

На рис. 3 продемонстрирована динамика цен на нефть на мировом рынке и показана тесная связь с ней основных внешнеэкономических показателей России (чистого экспорта и сальдо счета текущих операций).

За анализируемый период можно выделить несколько этапов динамики мировой цены на нефть: 1) в течение 2000–2003 гг.

---

5. По данным Федеральной таможенной службы России ([http://www.customs.ru/index2.php?option=com\\_content&view=article&id=15581&Itemid=1981](http://www.customs.ru/index2.php?option=com_content&view=article&id=15581&Itemid=1981)).

средняя за квартал цена нефти колебалась на несколько восстановившемся после 1997–1998 гг. уровне в 25–30 долл. за баррель; 2) в 2004 г. начался устойчивый рост цен на нефть в мировой экономике, продолжавшийся до середины 2008 г., при этом в 2007 – первой половине 2008 гг. этот рост ускорился; 3) связанное с кризисом резкое падение цен на нефть в конце 2008 – начале 2009 гг.; 4) показатель, что цена не стабилизировалась на новом низком уровне, а возобновила устойчивый рост практически до докризисного уровня, достигнутого в середине 2011 г.



Рис. 3. Динамика цены на нефть, чистого экспорта и счета текущих операций в России в 2000–2011 гг.

Источник: данные платежного баланса Российской Федерации – [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); [www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm).

Как и следовало ожидать, значение коэффициента корреляции между динамикой цен на нефть и динамикой чистого экспорта (темпами прироста показателей, рассчитанными по квартальным данным) за весь рассматриваемый период близко к 0,7. Динамика сальдо счета текущих операций, включающего также чистые трансферты из-за рубежа и чистые факторные доходы, в меньшей степени связана с динамикой цен на нефть: значение коэффициента корреляции составило лишь около 0,33.

Положительное влияние роста цен на нефть на российскую экономику как экспортера энергоресурсов представляется очевидным: периоды экономического роста в стране были сопряжены с периодами роста цен на нефть на мировом рынке (2000–2008 и 2010–2011 гг. в постсоветской истории). Здесь сказываются как прямые эффекты, связанные с упомянутым ростом чистого экспорта, так и косвенные (увеличение потребления, инвестиций, поступлений в бюджет). Вместе с тем, без проведения активной промышленной политики «консервируется» структура экономики, ориентированная на топливно-энергетический сектор, в том числе и в силу действия эффекта «голландской болезни» – негативного влияния роста реального валютного курса на развитие экспорта обрабатывающей промышленности и импортозамещающих производств.

Международное движение капитала, связанное с Россией (без учета изменений в официальных резервах), после значительного оттока средств из страны в 2000 г. длительное время (на протяжении 2002–2006 гг.) отличалось относительной сбалансированностью (сальдо финансового счета платежного баланса не превышало по модулю 1% ВВП, см. табл. 1). При этом абсолютные объемы трансграничных потоков капитала, как в страну, так и из страны, постепенно нарастали. Основным источником этого роста выступали прочие инвестиции. Ситуация резко изменилась в 2007 г., когда приток иностранного капитала в Россию резко превысил отток капитала из страны.

Но уже в кризисном 2008 г. ситуация поменялась на противоположную. Сальдо финансового счета на протяжении четырех лет подряд (включая 2011 г.) принимало существенные отрицательные значения с пиком в 2008 г.

Кризисные годы заслуживают особого анализа с точки зрения трансграничных потоков капитала. Одним из первых секторов российской экономики, отреагировавшим на глобальные финансовые потрясения, стал фондовый рынок, на котором уже летом 2008 г. началось затяжное падение, которое, в отсутствие других негативных внутренних и внешних факторов, скорее всего, объяснялось выводом средств иностранных инвесторов в свои национальные экономики. Так, в третьем квартале 2008 г. обязательства по портфельным инвестициям в Россию составили более 9 млрд долл.

Таблица 1. Основные показатели финансового счета платежного баланса России (в % ВВП) в 2000–2011 гг.

| Показатели                       | 2000  | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| Сальдо финансового счета         | -13,0 | -1,1 | 0,4  | 0,8  | -0,6 | 0,1  | 0,3  | 7,4  | -8,3  | -2,6 | -4,3 | -4,1 |
| Прямые инвестиции (в страну)     | 1,0   | 0,9  | 1,0  | 1,8  | 2,6  | 1,7  | 3,0  | 4,3  | 4,2   | 3,0  | 2,9  | 2,9  |
| Прямые инвестиции (из страны)    | -1,2  | -0,8 | -1,0 | -2,3 | -2,3 | -1,7 | -2,3 | -3,5 | -3,1  | -3,6 | -3,5 | -3,6 |
| Портфельные инвестиции (активы)  | -0,2  | 0,0  | -0,2 | -0,5 | -0,7 | -1,4 | 0,6  | -0,8 | -0,5  | -0,8 | -0,2 | -0,6 |
| Портфельные инвестиции (пассивы) | -4,9  | -0,2 | 1,1  | -0,5 | 0,7  | -0,1 | 1,0  | 1,3  | -1,6  | 0,6  | 0,1  | -0,4 |
| Прочие инвестиции (активы)       | -6,6  | 0,2  | 0,6  | -3,6 | -4,2 | -4,4 | -5,0 | -4,6 | -10,9 | 0,5  | -1,6 | -4,5 |
| Прочие инвестиции (пассивы)      | -1,2  | -1,1 | -1,1 | 5,7  | 3,3  | 6,0  | 3,1  | 10,8 | 3,7   | -2,0 | 0,7  | 2,2  |

Рассчитано по: Платежный баланс Российской Федерации ([www.imf.org](http://www.imf.org), [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

с отрицательным знаком<sup>6</sup>, что означало чистый вывод средств иностранных инвесторов из страны. Уже в разгар распространения кризиса на российскую экономику совокупный чистый отток капитала из страны только за четвертый квартал 2008 г. составил 130,2 млрд долл.<sup>7</sup> (главным образом по линии прочих инвестиций).

Хотя показатели портфельных иностранных инвестиций отстают от прямых и прочих, их значимость для российской экономики, как показал кризис 2008 г., весьма высока. Здесь следует учитывать также тот факт, что обращаемость портфельных инвестиций выше, чем других видов иностранных инвестиций (тогда как платежный баланс отражает лишь чистый результат сделок за период). Как видно из данных, приведенных на рис. 4, российский фондовый индекс (RTS) в 2007–2012 гг. изменялся во многом однонаправленно с глобальными индексами<sup>8</sup> (на примере FTSE 100), хотя и с большей волатильностью. Взятый в качестве примера фондовый индекс Бразилии демонстрирует отсутствие корреляции с глобальным фондовым рынком и меньшую волатильность.

При этом следует отметить, что в экономиках с развивающимися рынками в период кризиса наблюдается масштабный отток капитала с фондовых бирж, что ведет к кризису ликвидности и одновременно к удешевлению внутренних активов. Поэтому часто в таких странах может наблюдаться одновременно отток портфельных инвестиций и приток прямых инвестиций, отражающий интерес внешних инвесторов в скупке активов по сниженной цене<sup>9</sup>.

Серьезного внимания заслуживает проблема **оттока капитала**. Существуют различные ее оценки: от характеристики как бегства капитала с разрушительными последствиями для экономики до вывоза капитала в оффшоры с последующим частичным возвращением в страну с целью оптимизации налогообложения и

6. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/bal\\_of\\_payments\\_08.htm&pid=svs&sid=pbNP](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/bal_of_payments_08.htm&pid=svs&sid=pbNP). Показательно, что схожая ситуация, также явно под влиянием внешних факторов, но в несколько меньшем объеме (4,6 млрд долл.), складывалась в первом квартале 2008 г. и сопровождалась резким падением фондовых индексов в январе 2008 г.
7. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/capital.htm&pid=svs&sid=cvvk](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/capital.htm&pid=svs&sid=cvvk).
8. Коэффициент корреляции между месячной динамикой индексов RTS и FTSE 100 для периода с ноября 2006 г. по март 2012 г. составил 0,66.
9. Kirabaeva K., Razin A. Composition of International Capital Flows: A Survey // Bank of Canada Working Paper. 2010. No. 33.

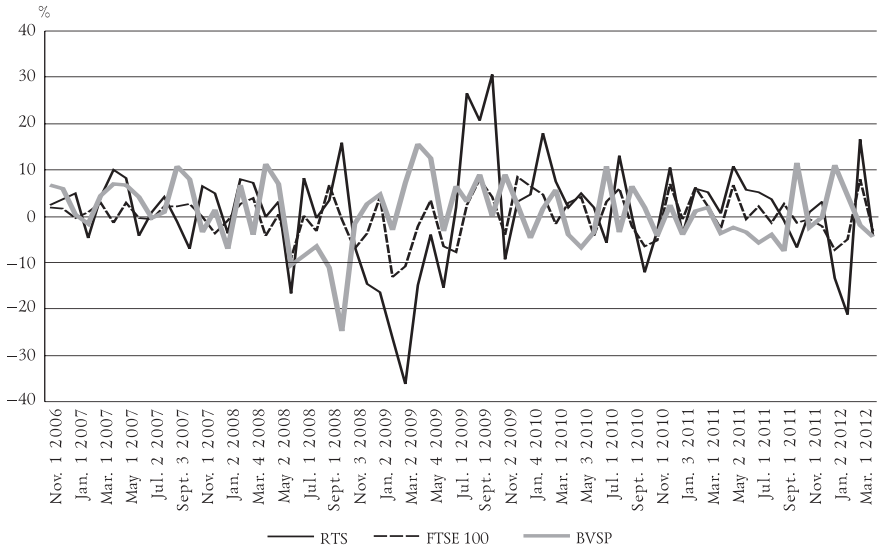


Рис. 4. Изменение отдельных фондовых индексов в 2007–2012 гг.

Источник: <http://finance.yahoo.com>.

вплоть до «статистического» подхода, видящего в оттоке капитала операции, компенсирующие положительное сальдо счета текущих операций<sup>10</sup>. Интересна позиция бывшего министра финансов А.Л. Кудрина, заявившего, что «сейчас отток капитала из России на три четверти связан с экономической ситуацией в мире»<sup>11</sup>.

Совершенно определено о вывозе капитала за рубеж высказался академик О.Т. Богомолов: «Гигантские потери страны от бегства капиталов за границу представляют, пожалуй, один из наиболее ярких примеров недооценки возможностей государства, вернее, его неспособности влиять на развитие производства, направлять имеющиеся в стране капиталы на подъем собственной экономики. Если Министерство финансов России оценивает чистый отток капиталов из страны за весь период перестройки и рыночных реформ примерно в 400 млрд долл., то, по расчетам Ассоциации российских банков, эта цифра может достигать от 800 млрд до 1 трлн долл., что согласуется и с данными Базельского банка международных расче-

10. См., например: Тулин Д.В. Трансграничное движение капиталов, инвестиционный климат и возможности увеличения инвестиций в российскую экономику // Деньги и кредит. 2011. №6. С. 3.

11. За один год до конца света (интервью с А.Л. Кудриным) // Московский комсомолец. 2012. 10 апр.

тов (БМР). Ряд западных экспертов не исключает, что утечка капиталов могла достичь даже 2 трлн долл.»<sup>12</sup>.

На наш взгляд, все эти подходы могут применяться в зависимости от анализируемого периода времени. Однако, более детальный анализ потоков капитала позволяет с некоторой долей приближения выявить преобладающие мотивы инвестирования капитала.

Так, на этапе острой стадии трансформационного кризиса вплоть до 2000 г. преобладало бегство капитала из страны. Вывод средств шел по линии прочих инвестиций, значительной величины достигала статья «чистые ошибки и пропуски» платежного баланса. С 2003 г. начался активный вывоз капитала в форме прямых иностранных инвестиций. Показателен, на наш взгляд, значительный отток средств из страны в кризисный 2008 г. и последующие годы, который явно следует охарактеризовать как бегство капитала. Чистый вывоз капитала частным сектором за 2008–2011 гг. в сумме составил около 305 млрд долл.<sup>13</sup>

Общее направление влияния трансграничных потоков капитала на экономическое развитие России неочевидно. На протяжении большей части предкризисного периода экономического роста лишь в 2007 г. наблюдался значительный чистый приток капитала в российскую экономику. Более того, приток средств по линии международного движения капитала осуществлялся главным образом по линии прочих инвестиций, экономические эффекты от которых могут быть лишь опосредованными. Доля прямых иностранных инвестиций в ВВП России на протяжении рассматриваемого периода оставалась на низком уровне. Хотя она и не претерпела значительного сокращения в период кризиса (в 2009 г. оставалась на уровне 2006 г.), но не наблюдалось и увеличения прямых иностранных инвестиций в российскую экономику в посткризисный период (в отличие от многих других стран с формирующимися рынками<sup>14</sup>).

---

12. Богомолов О.Т. Роль государства в современной экономике. Кого и чему учит глобальный кризис? // Международная экономика. 2009. №7. С. 14–15.

13. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/capital.htm&cpid=svs&sid=cvvk](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/capital.htm&cpid=svs&sid=cvvk).

14. Например, в развивающихся странах Азии чистые прямые иностранные инвестиции выросли в 2010 г. по сравнению с 2009 г. на 55%.



## НАПРАВЛЕНИЯ ВЛИЯНИЯ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ НА МОНЕТАРНУЮ СФЕРУ

Отражающий топливно-сырьевую модель российской экономики рубль является валютой, состояние которой во многом зависит от конъюнктуры на мировых рынках энергоресурсов. Дело в том, что на мировом рынке цены на нефть выражаются в долларах. Поэтому курс рубля зависит от цены на нефть и от курса доллара. Здесь уместно сослаться на мнение академика Н.Я. Петракова: «К сожалению, многие у нас не понимают и не хотят понять главное: национальная валюта, которая держится на одном-двух товарах (в нашем случае на нефти и газе), не может быть твердой, устойчивой. Например, в Бразилии когда-то вся экономика страны зависела от мировой конъюнктуры на рынке кофе. Стоило ценам на этот товар упасть, в этой стране начался такой кризис, какого там прежде не видали. Вот на каких горьких и показательных примерах следовало бы учиться нашим финансовым руководителям»<sup>15</sup>.

Так, коэффициент корреляции между среднеквартальными темпами прироста номинального курса российского рубля к доллару и цены на нефть составил 0,58.

Кроме того, начиная с 2006 г. растущие трансграничные потоки капитала также стали оказывать повышающее воздействие на динамику валютного курса.

---

15. Литературная газета. 2009. 17–18 февр. С. 2.

Таким образом, в 2003–2007 гг. наблюдалось давление на курс рубля в сторону его увеличения. Хотя Центральный банк и проводил политику, направленную на сдерживание этого давления (см. гл. 3), реальный курс рубля устойчиво рос на протяжении данного периода как по отношению к доллару США, так и в эффективном выражении<sup>16</sup> (см. рис 5).

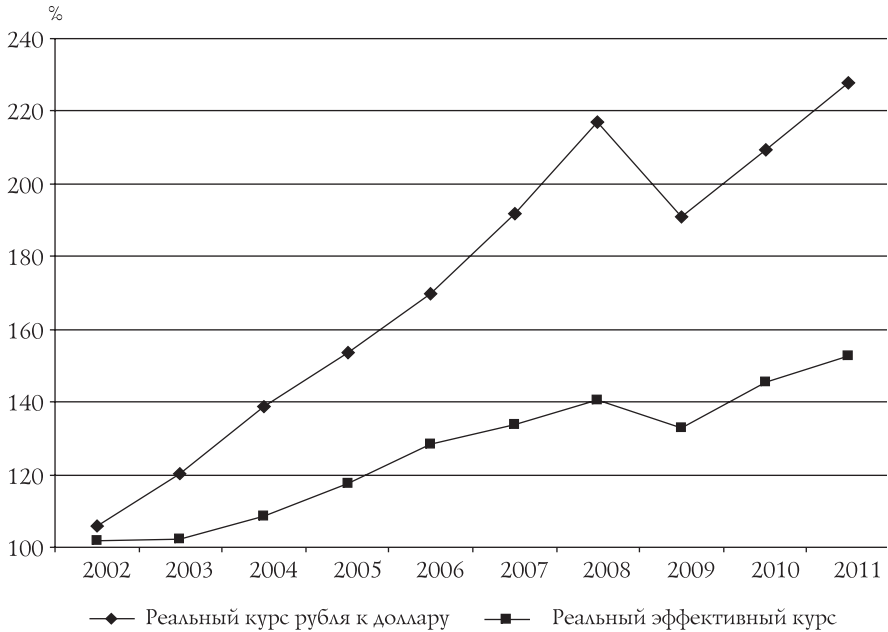


Рис. 5. Динамика реального курса рубля (2001 г. = 100%)

Источник: данные Центрального банка российской Федерации (<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs>).

Вызывавшиеся ростом цены на нефть рост чистого экспорта и сальдо счета текущих операций создавали предпосылки для увеличения денежной массы в стране, реализовавшиеся через увеличение резервных активов (см. рис. 6). Значения коэффициента корреляции между сальдо счета текущих операций (выраженным в

16. Реальный эффективный курс рубля по сути представляет собой средневзвешенный индекс реальных обменных курсов рубля к валютам основных стран-торговых партнеров. Поскольку на практике валюта платежа и валюта номинирования контракта могут отличаться от национальных валют торговых партнеров, применение показателя реального эффективного валютного курса является дискуссионным.

руб.) и изменением денежного агрегата (в квартальном исчислении) были, как и ожидалось, положительными, но не очень высокими: 0,51 для денежной массы в национальном определении и 0,62 для денежной массы в широком смысле<sup>17</sup>. Аналогичные показатели для чистого экспорта и денежных агрегатов составляли 0,61 и 0,73 соответственно. Таким образом, прослеживается связь изменений денежной массы скорее непосредственно с чистым экспортом, чем с сальдо текущего счета платежного баланса.

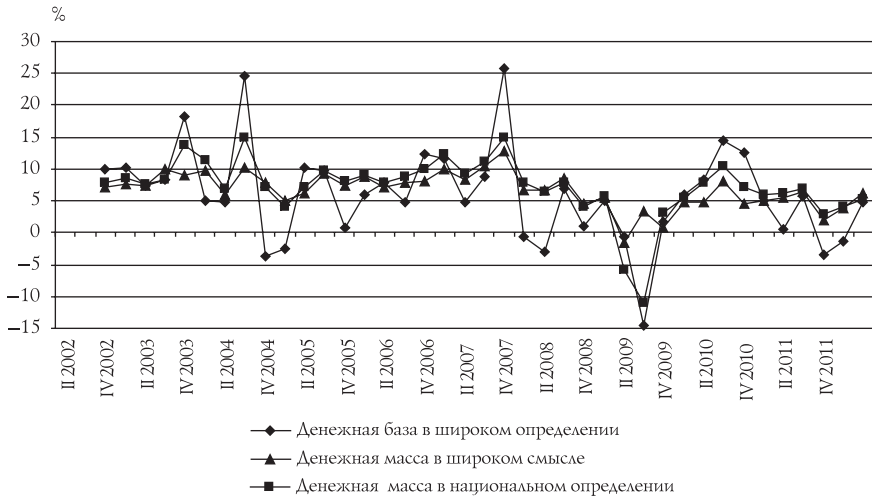


Рис. 6. Темпы прироста денежных агрегатов в России в 2002–2011 гг. (в % к предыдущему кварталу)

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Трансграничные потоки капитала также оказывали влияние на монетарную сферу. При этом отметим их растущую роль в предкризисный период. Несмотря на относительную сбалансированность финансового счета платежного баланса в 2001–2006 гг., колебания растущих валовых потоков капитала увеличивали волатильность денежного предложения.

17. Денежная масса в национальном определении (M2) включает наличные деньги в обращении, текущие и срочные депозиты в национальной валюте; денежная масса в широком смысле, помимо этих составляющих, — депозиты в иностранной валюте в национальной банковской системе.

Особо следует рассмотреть такой вопрос, как роль иностранных инвестиций в кредитном буме в российской банковской системе 2000–2007 гг. Отношение банковских кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам к ВВП увеличилось с 10,5% на 1 января 2000 г. до 40,1% на 1 января 2009 г.<sup>18</sup>. При этом мы наблюдаем устойчивое увеличение притока прочих иностранных инвестиций в банковскую систему России на протяжении 2001–2007 гг. (за исключением 2004 г., когда он несколько снизился). Его пик пришелся на 2006–2007 гг. В 2006 г. приток прочих иностранных инвестиций в банковскую систему России достиг 48,3 млрд долл., а в 2007 г. – 51,8 млрд долл.<sup>19</sup>. Рост иностранного финансирования российской банковской системы отражался в увеличении внешнего долга российских банков, который вырос с 7,7 млрд долл. на начало 2000 г. до 197,9 млрд долл. на 1 октября 2008 г.<sup>20</sup>.

Основными проводниками иностранного капитала на российский рынок стали банки с участием нерезидентов. Банки, являющиеся дочерними отделениями зарубежных банков, увеличивали капитализацию через материнские филиалы, привлекая долгосрочные и краткосрочные средства на мировых финансовых рынках, размещая их затем на российском рынке<sup>21</sup>. На рынке межбанковского кредитования такие кредиты оказывались более дешевыми. Поэтому российские банки активно занимали средства у иностранных банков, размещая эти средства под более высокий процент на российском кредитном рынке. Возврат кредитов и процентов осуществлялся за счет новых займов<sup>22</sup>.

Использование привлеченных из-за рубежа ресурсов для кредитования внутри страны в национальной валюте создало проблему валютных рисков для банковской системы.

В конце 2008 – начале 2009 гг. действие внешних факторов на динамику валютного курса сменилось на противоположное:

- 
18. Обзор банковского сектора Российской Федерации (Интернет-версия) // Центральный банк Российской Федерации. 2006. №46; 2010. №89.
  19. International Financial Statistics. 2010. June. IMF, Washington DC, 2010.
  20. По данным Центрального банка Российской Федерации (<http://cbr.ru/statistics/?Prtid=svs>).
  21. Абалкина А.А. Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит. 2010. №28.
  22. Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России // Международная экономика. 2010. №3.

как падение цен на нефть, так и начавшийся значительный отток капитала из российской экономики создали давление в сторону обесценения рубля, которое и реализовалось в полной мере в декабре 2008 – феврале 2009 гг.

Показательно, что после временного снижения рост реального валютного курса рубля возобновился, и основным фактором, способствовавшим такой его динамике, был резкий посткризисный взлет цен на нефть, тогда как отток капитала из российской экономики продолжался, хотя и в меньших размерах (см. гл. 1).

Шок от падения фондовых рынков и снижения мировых цен на нефть сказался и на банковской системе, учитывая ее высокую обремененность внешними долгами. Доступ к внешним ресурсам оказался для нее практически закрыт. Внутри страны она столкнулась с серьезными проблемами в условиях практически полной остановки межбанковского рынка и падения доверия к ней вкладчиков. Вклады физических лиц за сентябрь–октябрь 2008 г. сократились на 7,4%<sup>23</sup>. Тем не менее, активная политика Правительства и денежных властей (частично о ней – см. ниже) позволила сохранить банковскую систему «на плаву».

Отдельного рассмотрения требует такое явление денежно-кредитной сферы, как **долларизация**, поскольку оно тесно связывает динамику внешних и внутренних факторов ее развития. Долларизация подрывает доверие к рублю и является одним из существенных факторов инфляции. В условиях ее наличия «теневая экономика» активно использует свободно конвертируемую валюту для совершения сделок. Очевидно, что соответствующие средства уходят от налогов. Происходит сужение пространства для финансового маневра государства в условиях низкой собираемости обычных налогов. В этой ситуации одним из удобных способов финансирования государственных расходов является взимание инфляционного налога. В то же время необходимо отметить, что при долларизации сокращается база обложения общества инфляционным налогом, а для того, чтобы собрать ту же сумму налогов, необходимо повысить темп инфляции. Кроме того, иностранная валюта выполняет функ-

---

23. Рассчитано на основе данных Обзора банковской системы Банка России ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/survey\\_bs\\_08.htm&pid=dkfs&sid=MN\\_14522](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/survey_bs_08.htm&pid=dkfs&sid=MN_14522)).

цию меры стоимости: к курсу доллара (или «бивалютной корзины») «привязаны» цены на многие услуги (автосервис, телекоммуникации, аренда, образовательные, рекреационные услуги и др.).

Для целей нашего исследования важнее тот факт, что вытеснение национальных денег из платежного оборота и из сферы сбережений значительно ослабляет действенность регулирующих решений Банка России, поскольку он крайне ограничен в возможностях воздействия мерами денежно-кредитной и валютной политики на сегмент денежно-кредитной сферы, представленный иностранной валютой.

Пик развития долларизации в России пришелся на 1990-е гг. Хотя существуют значительные проблемы с количественной оценкой этого явления, особенно в динамике<sup>24</sup>, попытаемся отследить некоторые основные тенденции, имевшие место в 2000-е гг.

Основным показателем, измеряющим рассматриваемое явление, в международной практике выступает степень долларизации, представляющая собой отношение депозитов в иностранной валюте в национальной банковской системе к денежной массе в широком смысле (включающей эти депозиты).

Для России построить непрерывные временные ряды по степени долларизации достаточно сложно из-за происходивших смен методологии монетарной статистики. Мы можем лишь констатировать достаточно устойчивую тенденцию снижения степени долларизации вплоть до начала 2008 г. — с уровня около 30% в начале 2000 г. до 10% в конце рассматриваемого периода (см. рис. 7, 8). Одним из основных факторов, способствовавших подобной тенденции, была отмеченная выше динамика валютного курса.

Кризис 2008 г. привел к резкому скачку степени долларизации, динамика которой во многом повторила тенденцию десятилетней давности, когда подобный скачок также был вызван резким падением курса национальной валюты (см. рис. 8). Однако ситуация 2008 г. отличалась от 1998 г. тем, что банковская система работала более стабильно, и население сохранило большую часть средств на валютных счетах (тогда как в 1998 г. имел место отток средств как из

---

24. См.: Головин М.Ю. Развитие денежно-кредитной сферы в трансформационный период: Россия и страны Центральной и Восточной Европы. М.: Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2009. С. 109–111.

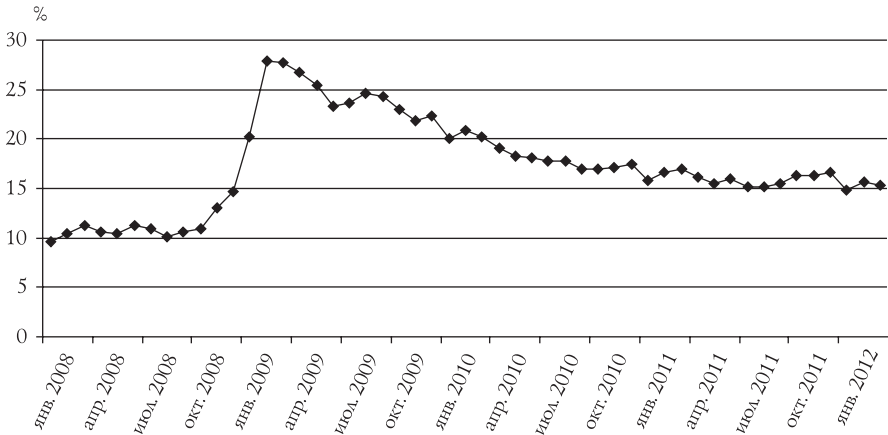


Рис. 7. Степень долларизации в России в 2008–2012 гг. (в %)

Рассчитано по данным Центрального банка Российской Федерации ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

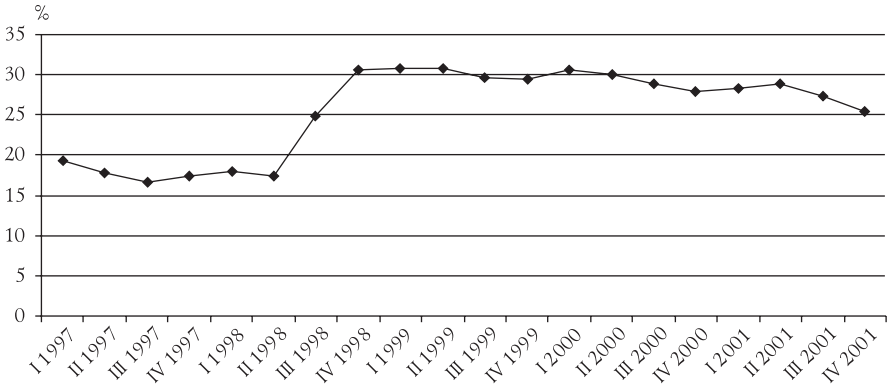


Рис. 8. Степень долларизации в России в 1997–2001 гг. (в %)

Источник: расчеты на основе данных International Financial Statistics. Washington DC, IMF, different issues.

рублевых, так и из валютных вкладов). Свою роль в увеличении степени долларизации в 2008 г. сыграло и сокращение денежной массы в последнем квартале 2008 г. и первом квартале 2009 г. (см. рис. 6).

Дальнейшая динамика валютного курса и денежной массы, а также восстановление доверия к рублевым сбережениям (в том числе и в результате временного роста процентных ставок по депозитам) привели к постепенному снижению степени долларизации. Однако заметим, что по состоянию на начало 2012 г. ее значение

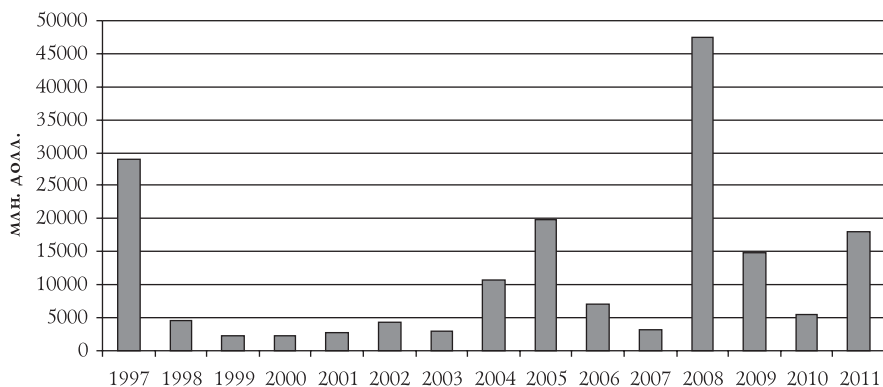


Рис. 9. Чистая покупка наличной иностранной валюты населением

Источник: рассчитано на основе данных Бюллетеня банковской статистики. М.: Центральный банк Российской Федерации. Различные выпуски.

стабилизировалось на уровне, более высоком, чем докризисный, приблизительно на 5 п.п. (см. рис. 7).

Для России особое значение имеет также долларизация в форме хранения наличной иностранной валюты. Для периода с конца 1997 г. соответствующие ей потоки могут быть оценены в виде чистой покупки наличной иностранной валюты населением<sup>25</sup> (см. рис. 9). Мы видим, что в период 2000–2007 гг. (за исключением 2004–2005 гг.) чистые покупки были незначительны. Ситуация изменилась в кризисном 2008 г.<sup>26</sup>. Здесь мы вновь наблюдаем отличие от ситуации 1998 г., когда по сравнению с 1997 г. чистые покупки наличной иностранной валюты сократились на 84%. Подобную динамику десятилетней давности можно объяснить наличием своеобразного «эффекта дохода», когда население использует свои сбережения для компенсации сокращения доходов. Во время кризиса 2008 г., по всей видимости, в большей степени проявилось действие «портфельных мотивов». Население стремилось получить дополнительный (спекулятивный) доход от ожидавшегося падения курса рубля. Этими мотивами можно объяснить и достаточно быстрое сокращение чистой

25. Соответствующий показатель рассчитывается нами как разница значений показателей «продано физическим лицам (резидентам и нерезидентам) и выдано по конверсии» и «куплено у физических лиц (резидентов и нерезидентов) и принято по конверсии».

26. Если рассматривать ежемесячную динамику, то значительные чистые покупки наличной иностранной валюты начались уже в декабре 2007 г. и достигли пика в октябре 2008 г. – январе 2009 г.



покупки населением иностранной валюты в начале 2009 г., поскольку продолжение данной покупки в условиях возобновившейся тенденции к росту курса рубля было бы сопряжено с убытками. Кроме того, в 2009 г. также могло иметь место действие «эффекта дохода».

Показательно очередное повышение чистой покупки населением наличной иностранной валюты в 2011 г., которое может отражать падение доверия к национальной валюте на фоне нестабильной внешней среды (как показал опыт 2008 г., население достаточно чутко реагирует на внешние сигналы).

Внешние факторы также оказывают влияние на **инфляционные процессы** в России. Среди них можно выделить разрывы в глобальном уровне выпуска, динамику цен на ключевые товары на мировом рынке (прежде всего, на энергоносители и продовольственные товары).

Влияние разрывов в глобальном уровне выпуска на коротком временном интервале оценить для отдельной страны достаточно сложно. Тем не менее, можно констатировать, что в 2000–2007 гг. мировая экономика динамично развивалась при рекордно низких темпах инфляции (на фоне последних четырех десятилетий). В России в это время происходило снижение темпа инфляции, но он по-прежнему существенно превышал среднемировой показатель (см. рис. 10). В кризисный и посткризисный периоды инфляционная динамика в России в значительной степени синхронизировалась с глобальной инфляционной динамикой. Свою роль здесь сыграла и синхронизация разрывов в уровнях выпуска (влияние глобального кризиса в виде подавляющего воздействия на совокупный спрос в мировой экономике в целом и в российской в частности и последующее восстановление).

Что касается динамики цен на сырую нефть на мировых товарных рынках (см. рис. 11), то их рост с высокими темпами в 2003–2008 гг. не породил значительного ускорения темпа инфляции ни в мировой, ни в российской экономике. Подобный результат может объясняться как временным характером ценового шока (что отчасти подтвердило кризисное падение цен), так и общим сдерживающим влиянием глобализации на ценовую динамику<sup>27</sup>.

---

27. См., например: Головин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации (научный доклад). М: Институт экономики РАН, 2008. С. 23.

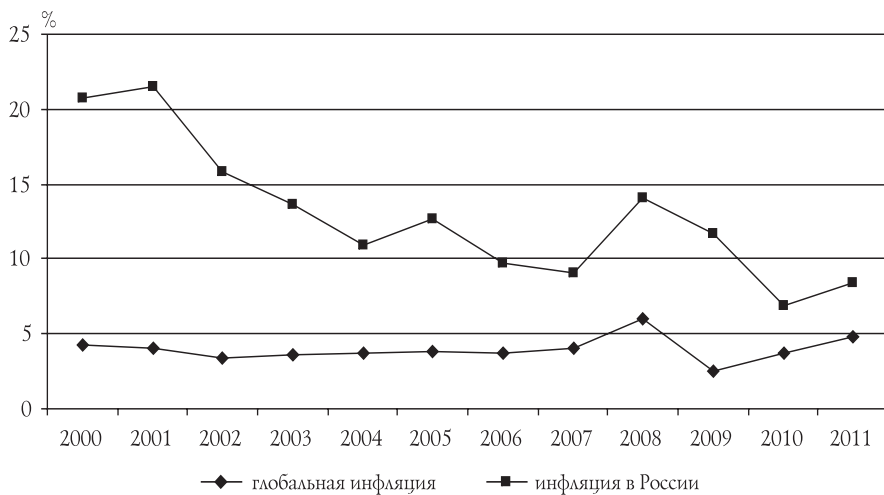


Рис. 10. Среднегодовые темпы инфляции в России и в мире в 2000–2011 гг.

Источник: World Economic Outlook Database as of April 2012 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>).

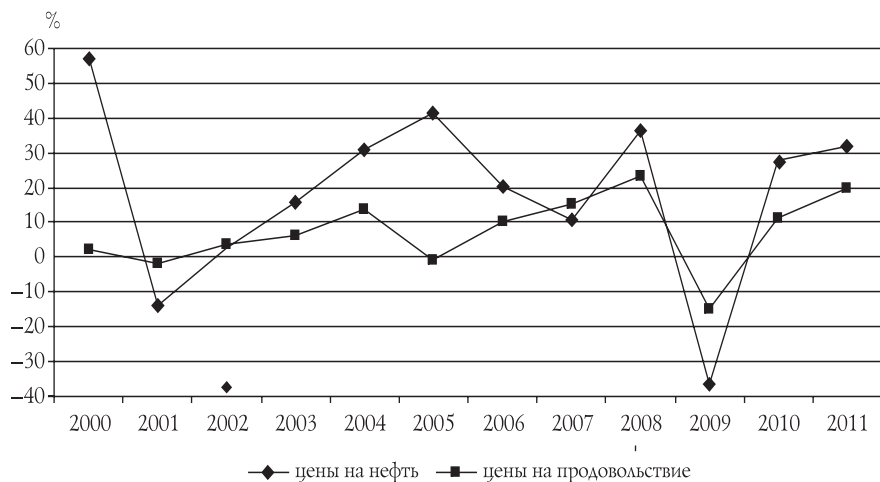


Рис. 11. Среднегодовые темпы прироста мировых цен на нефть и продовольственные товары в 2000–2011 гг.

Источник: World Economic Outlook Database as of April 2012 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>).

Среди внешних ценовых шоков особо следует выделить рост цен на продовольственные товары на мировых рынках в конце 2007 – начале 2008 гг., который как раз существенно повлиял на инфляцию на национальном уровне во многих развивающихся странах (хотя и в краткосрочном периоде)<sup>28</sup>. Так, по оценкам С. Кечетти и Р. Мосснера, рост цен на продовольствие добавил около 4 п.п. в увеличение общего темпа инфляции в странах с развивающимися рынками и лишь 1 п.п. – в развитых рыночных экономиках<sup>29</sup>. Этот шок оказал влияние и на инфляцию в России, как и второй – посткризисный – всплеск цен на продовольствие на мировом рынке во второй половине 2010 – начале 2011 гг.

Таким образом, мы можем выделить следующие каналы влияния внешних факторов на монетарную сферу России.

1. Влияние изменений цен на нефть и трансграничных потоков капитала на **динамику валютного курса**. Оно опосредуется политикой Центрального банка, о которой речь пойдет ниже, но в любом случае задает общий тренд, переломить который даже с помощью действий властей крайне тяжело (можно лишь сгладить его последствия). Так, несмотря на валютную политику, действовавшую в противоположном направлении, курс рубля устойчиво укреплялся в реальном выражении в 2003–2007 гг. и резко обесценился в конце 2008 – начале 2009 гг. Следует отметить, что в 2007–2009 гг. влияние факторов, связанных с динамикой цен на нефть и трансграничных потоков капитала, взаимно дополняло друг друга, тогда как в 2010–2011 гг. эти факторы действовали в противоположном направлении при явном доминировании первого из них.

2. Действие указанных внешних факторов влияло и на **динамику денежных агрегатов**. При этом имело место как воздействие, опосредованное политикой центрального банка (через увеличение денежной базы), так и прямое влияние через приток иностранного капитала в банковскую систему, способствовавший **кредитному буму**, особенно ярко проявившемуся в 2006–2007 гг.

---

28. Более глубокое воздействие этого шока именно на развивающиеся страны объясняется тем, что в них выше доля продовольственных товаров в потребительской корзине, чем в развитых странах.

29. *Cecchetti S.G., Moessner R. Commodity prices and inflation dynamics // BIS Quarterly Review. 2008. December. P. 56–57.*

3. В российской экономике в 2000-е гг. сохранялось явление **долларизации**, значимость которого определялась как динамикой макроэкономических показателей (валютного курса, реальных ставок процента)<sup>30</sup>, так и доверием населения к политике властей. Схожесть динамики степени долларизации в 1998 и 2008 гг. продемонстрировала сохраняющиеся проблемы в российской экономике, в том числе связанные с доверием к национальной валюте, а динамика чистых покупок наличной иностранной валюты в кризисный и посткризисный периоды подтвердила оперативную реакцию ожиданий населения на изменение внешних факторов.

4. Наконец, внешние факторы влияли на **темпы инфляции** внутри страны. Это влияние может рассматриваться как напрямую (через показатели выпуска и ценовых индексов в мировой экономике), так и опосредованно (через уже упомянутое воздействие внешних факторов на динамику денежных агрегатов). Здесь, на наш взгляд, следует выделить следующие основные тенденции: сдерживающее воздействие глобальной конкуренции на ценовую динамику внутри страны, внешние ценовые шоки (прежде всего, динамика цен на продовольственные товары), влияние разрывов в глобальном выпуске (проявившееся в наибольшей степени в кризисный и посткризисный периоды).

---

30. Головнин М.Ю. Развитие денежно-кредитной сферы в трансформационный период: Россия и страны Центральной и Восточной Европы. С. 115–122.

## РЕАКЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ДЕЙСТВИЕ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ

Влияние внешних факторов на монетарную сферу экономики России не может рассматриваться в отрыве от политики, проводившейся денежными властями, и реакции этой политики на внешние воздействия, которая могла их смягчать или усиливать.

Период начала 2000-х гг. для Центрального банка России был, с одной стороны, отмечен необходимостью преодоления последствий кризиса 1998 г., в том числе связанных с резким увеличением темпа инфляции, а с другой — связан с потребностью поддержания экономического роста, наметившегося в 1999 г. Эта политика проявлялась в постепенном снижении ставки рефинансирования вслед за снижением темпа инфляции и поддержанием минимальных резервных требований на относительно высоком уровне<sup>31</sup>.

Если судить по динамике валютного курса рубля к доллару США, то в 2000–2001 гг. Центральный банк вернулся к практике таргетирования валютного курса, хотя и в неявном виде, в отличие от валютного коридора 1995–1998 гг. Неявное таргетирование валютного курса давало (по крайней мере, на первоначальном этапе) преимущество, связанное с ограниченными возможностями спекуляции на будущей динамике курса. В этот же период Центральный банк стал проводить политику интервенций, направленную на восстановление уровня валютных резервов, кото-

---

31. Длительное время — с 1 января 2000 г. по 31 марта 2004 г. — действовали следующие нормы обязательного резервирования: 10% — по вкладам юридических лиц в рублях и по вкладам в иностранной валюте и 7% — по вкладам физических лиц в рублях ([http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=/statistics/credit\\_statistics/require\\_res.htm&pid=idkp\\_br&sid=ort](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=/statistics/credit_statistics/require_res.htm&pid=idkp_br&sid=ort)).

рой благоприятствовала внешняя конъюнктура в виде растущих цен на нефть. У подобной политики была и другая задача, со временем вышедшая на первый план, — сдерживание роста валютного курса рубля в реальном выражении и, тем самым, содействие развитию экспортно-ориентированных и импортозамещающих производств.

В результате деятельности Центрального банка, направленной на сдерживание реального укрепления рубля, особенно в 2003–2007 гг., происходило увеличение денежной базы и, как следствие, денежной массы (см. рис. 6). Одновременно мерами бюджетно-налоговой политики (поддержание профицита бюджета, создание Стабилизационного фонда) сдерживалось наращивание объемов ликвидности в экономике<sup>32</sup>. Следует отметить, что стерилизационные операции с помощью мер денежно-кредитной политики проводил и Центральный банк, но их масштабы были недостаточны для достижения необходимого эффекта.

Значимой вехой в проведении подобной «двойственной» политики стала либерализация трансграничных операций с капиталом, завершившаяся в середине 2006 г. Она существенно ограничила свободу маневра для денежных властей, затруднив одновременное достижение целевых показателей по валютному курсу и инфляции.

Если мы посмотрим на значение коэффициента корреляции между приростом резервных активов (в рублевом выражении) по статистике платежного баланса и приростом денежной массы, то увидим, что за период со второго квартала 2002 г. по третий квартал 2008 г. (реализации отмеченной модели «двойственной политики») оно было равно 0,58 и практически не отличалось для денежной массы в национальном определении и для денежной массы в широком смысле.

Реакцию денежно-кредитной политики на глобальный экономический и финансовый кризис в России можно разделить на три стадии, которые отражают и общее его влияние на национальную экономику и монетарную сферу.

**1. Вторая половина 2007 г.** В августе 2007 г. потрясения на межбанковских рынках развитых стран сказались и на российском

---

32. О подобном сочетании денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в докризисный период писал ряд экономистов. См., например: *Некителов А., Голанд Ю.* От замораживания к инвестированию: новые подходы к денежно-кредитной и валютной политике // Вопросы экономики. 2008. №3. С. 47.

банковском секторе<sup>33</sup>. Центральный банк России проявил достаточную оперативность, предоставив коммерческим банкам дополнительную ликвидность, главным образом с помощью операций прямого репо. При этом поддержка осуществлялась до конца осени 2007 г. Тем самым Центральный банк продемонстрировал, что он в состоянии оперативно применить инструменты предоставления ликвидности банковской системе, длительное время практически не использовавшиеся в арсенале денежно-кредитной политики России<sup>34</sup>.

**2. Зима 2007 — весна 2008 гг.** Как мы уже отмечали, к концу 2007 г. проявились признаки ускорения инфляции в России, произошедшего в значительной степени под влиянием роста мировых цен на продовольствие. Из-за опасений раскручивания инфляционной спирали Центральный банк с начала 2008 г. стал ужесточать денежно-кредитную политику. Однако благоприятная динамика цен на энергоносители позволяла продолжать наращивание валютных резервов, величина которых достигла на этом этапе своего пика (см. рис. 12).

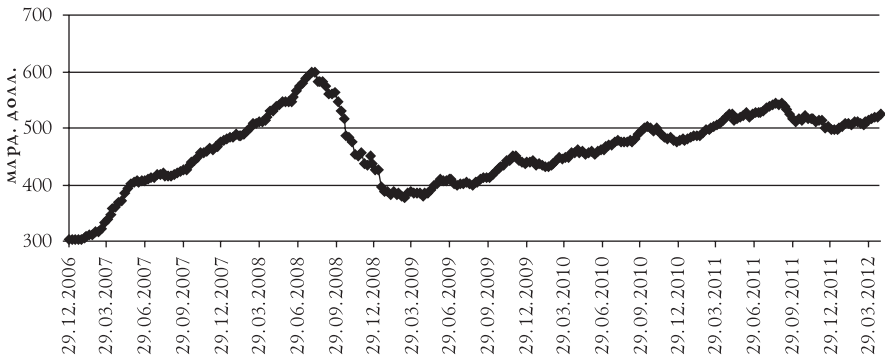


Рис. 12. Международные резервы Российской Федерации в 2007–2012 гг.

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/mtrf/main\\_7d.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/mtrf/main_7d.asp)).

33. Эти потрясения принимали различные формы, в том числе: увеличение волатильности ставок овернайт и краткосрочных процентных ставок; резкий рост межбанковских ставок по более длинным срокам (например, трехмесячных ставок); снижение объемов сделок; проявление признаков рационалирования и более высокой дисперсии цен на межбанковском рынке. См.: *Borio C., Nelson W. Monetary operations and the financial turmoil // BIS Quarterly Review. 2008. March. P. 38.*
34. Свою роль, на наш взгляд, здесь сыграла и критика, прозвучавшая в адрес Банка России во время его недостаточно оперативной и гибкой реакции во время «мини-кризиса» в банковской системе летом 2004 г.

**3. Осень—зима 2008—2009 гг.** Этот период можно охарактеризовать как острую фазу кризиса. Реакция на нее денежно-кредитной политики была двоякой.

С одной стороны, Центральный банк начал оказывать масштабную помощь банковской системе. Для этого были задействованы имевшиеся инструменты денежно-кредитной политики, а также были запущены новые (например, кредиты без обеспечения и кредиты под обеспечение нерыночными активами).

С другой стороны, денежные власти достаточно длительное время (с конца августа 2008 г. по середину января 2009 г.) оказывали сдерживающее воздействие на падение курса национальной валюты. Для поддержки динамики валютного курса в период с начала августа 2008 г. до конца января 2009 г. было потрачено около 210 млрд долл. международных резервов<sup>35</sup>.

Регулируемое снижение валютного курса происходило в несколько этапов: до ноября 2008 г. Центральный банк поддерживал курс рубля относительно бивалютной корзины, что в условиях движения курсов мировых валют означало на тот момент падение его курса к доллару; в ноябре—декабре 2008 г. происходило понижение уже целевых показателей курса рубля относительно бивалютной корзины; наконец, ко второй половине января 2009 г., по ряду признаков, падение курса приняло обвальный характер. Продажа Центральным банком иностранной валюты, по его собственным данным, достигла максимума в декабре 2008 г. (нетто-продажи активов в долларах США составили около 57,4 млрд долл.<sup>36</sup>).

Следует отметить тот факт, что во время стремительного падения курса рубля в январе 2009 г. Центральный банк достаточно неожиданно объявил в явном виде о границах валютного коридора, тогда как до этого практиковалось скорее имплицитное таргетирование валютного курса<sup>37</sup>. Очевидно, что переход к той или иной

---

35. Следует отметить, что сокращение величины международных резервов в этот период может отражать не только проведение валютных интервенций Центральным банком в поддержку курса рубля, но и расходование средств Резервного фонда (поскольку для этого их необходимо конвертировать из активов в иностранной валюте в национальную валюту).

36. [http://www.cbr.ru/hd\\_base/VALINT.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/VALINT.asp).

37. В пресс-релизе Центрального банка от 22 января 2009 г. было заявлено, что с 23 января 2009 г. верхняя граница технического коридора (для бивалютной корзины) устанавливается на уровне 41 руб. См.: [http://www.cbr.ru/press/Archive\\_get\\_blob.asp?doc\\_id=090122\\_1811281.htm](http://www.cbr.ru/press/Archive_get_blob.asp?doc_id=090122_1811281.htm).



форме явного таргетирования валютного курса в период кризиса при невыполнении цели угрожает подрывом доверия к денежным властям и к национальной валюте. Тем не менее, следует отметить, что кризис в целом способствовал тому, что прозрачность политики валютного курса в России повысилась.

Стремление сдержать отток капитала из страны и поддержать динамику валютного курса вызвало проведение политики повышения процентных ставок Центрального банка в разгар кризиса: ставка рефинансирования была увеличена с 11% в июле 2008 г. до 13% в декабре 2008 г.

Несмотря на двойственность проводившейся политики при преобладании цели по регулированию валютного курса многими исследователями отмечался как положительный сам факт направления ресурсов Центрального банка на поддержку банковской системы с целью дальнейшего содействия развитию экономики в целом. В результате удалось решить задачу поддержания «на плаву» банковской системы, но не была решена задача стимулирования совокупного спроса. В значительной мере причиной этого был сам характер проводившейся политики, поскольку эффект от валютных интервенций в защиту курса рубля перекрыл эффект от поддержки банковской системы, что выразилось в сокращении денежной массы в указанный период: с 1 сентября 2008 г. по 1 февраля 2009 г. денежный агрегат M2 в национальном определении уменьшился более чем на 17%.

4. Следующий этап в проведении денежно-кредитной политики России в период кризиса датируется нами начиная с **весны 2009 г. по середину 2011 г.**

В это время Центральный банк постепенно сворачивает инструменты поддержки банковской системы, действовавшие в период острой фазы кризиса.

В феврале 2009 г. были официально объявлены изменения, вносившиеся в режим валютного курса. Помимо действовавшего с конца января 2009 г. «широкого» валютного коридора (курс рубля к бивалютной корзине должен был находиться в пределах 26–41 руб.) вводился более «узкий» валютный коридор с границами в 3 руб. При этом границы последнего коридора могут сдвигаться вверх или вниз в зависимости от величины проводимых Центральным банком

валютных интервенций<sup>38</sup>. Фактически Центральный банк после февраля 2009 г. существенно ослабил степень регулирования валютного курса, о чем свидетельствует и динамика валютных резервов<sup>39</sup>. Вместе с тем, с конца апреля 2009 г. все же возобновилась общая тенденция, хотя и не на всех этапах однонаправленная, увеличения международных резервов.

Ослабление регулирования валютного курса, проведенное в 2009 г., рассматривалось как один из этапов подготовки к введению Центральным банком режима инфляционного таргетирования<sup>40</sup>.

В связи с произошедшими в области денежно-кредитной политики изменениями возникает резонный вопрос, почему стремительное обесценение рубля в конце января прекратилось достаточно быстро: уже в начале февраля 2009 г. произошло первое резкое падение стоимости бивалютной корзины относительно рубля, правда, в середине месяца курс рубля вновь упал, но уже с конца февраля до начала июня 2009 г. курс к бивалютной корзине устойчиво рос.

Рост цен на мировом рынке нефти возобновился лишь в конце апреля 2009 г. Поэтому, по-видимому, в основе стабилизации и укрепления рубля лежали иные процессы. Во-первых, очевидно стабилизировались ожидания экономических агентов внутри страны. Это свидетельствует о большем доверии к политике властей, нежели в 1998 г. Во-вторых, сама денежно-кредитная политика, начиная с февраля 2009 г., была ужесточена. Наконец, в-третьих, многие эксперты отмечают приток краткосрочного иностранного капитала в Россию в начале 2009 г.<sup>41</sup>. Косвенным подтверждением этому служит резкий рост индекса ММВБ с 553,6 пунктов на 25 января 2009 г. до 1144 пунктов на начало июня 2009 г. в отсут-

---

38. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов. Одобрены Советом директоров Банка России 11 ноября 2009 г. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2009. С. 9.

39. На протяжении периода с конца февраля по конец апреля 2009 г. международные резервы Российской Федерации колебались в очень узком диапазоне – 377–386 млрд долл.

40. Эта взаимосвязь напрямую прослеживается в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» (см. с. 3 документа).

41. См., например: Российская экономика на фоне мирового кризиса: текущие тенденции и перспективы развития // Вопросы экономики. 2009. №9. С. 74.

ствии каких-либо положительных изменений в фундаментальных экономических показателях<sup>42</sup>.

В конце апреля 2009 г. Центральный банк начал цикл снижения процентных ставок. С этого времени до начала июня 2010 г. ставка рефинансирования была уменьшена на 5,25 п.п. Причиной снижения процентных ставок явилось не только стимулирование производства, но и, по признанию Председателя Центрального банка С.М. Игнатьева<sup>43</sup>, сдерживание притока иностранного спекулятивного капитала.

Как уже отмечалось, в посткризисный период Центральный банк стал постепенно смягчать регулирование курса национальной валюты. Об этом, в частности, свидетельствуют расширение границ, задаваемых Банком России для колебания валютного курса (см. рис. 13), и снижение объемов валютных интервенций Центрального банка (см. рис. 14). Однако, по другим данным, эта тенденция не проявляется столь уж отчетливо: коэффициент корреляции между приростом резервных активов и приростом денежной массы в кризисный и посткризисный периоды (IV квартал 2008 г. — III квартал 2011 г.) увеличился по сравнению с докризисным периодом (см. выше) и составил для денежной массы в национальном определении 0,73, а для денежной массы в широком смысле — 0,61.

По этому поводу первый заместитель председателя Банка России А. Улюкаев сказал: «Мы рассчитываем, что гибкость курсообразования повысится, снизятся риски, связанные с неконтролируемыми притоками—оттоками капитала, повысится финансовая стабильность. Мы, таким образом, продолжим наше движение к установлению режима инфляционного таргетирования и свободно-го режима плавания национальной валюты»<sup>44</sup>. Не совсем ясно, как такая политика вписывается в мировой контекст, который продолжает характеризоваться неконтролируемым движением капиталов. Расширение пределов колебания курса рубля и меньшее вмешательство Банка России в его регулирование вряд ли способствует снижению рисков.

42. См.: сайт ММВБ <http://www.micex.ru/>.

43. РИА Новости. 2009. 23 дек.

44. Цит. по: Вардуль Н. Планы дерутся... // Профиль. 2010. №39. С. 28.

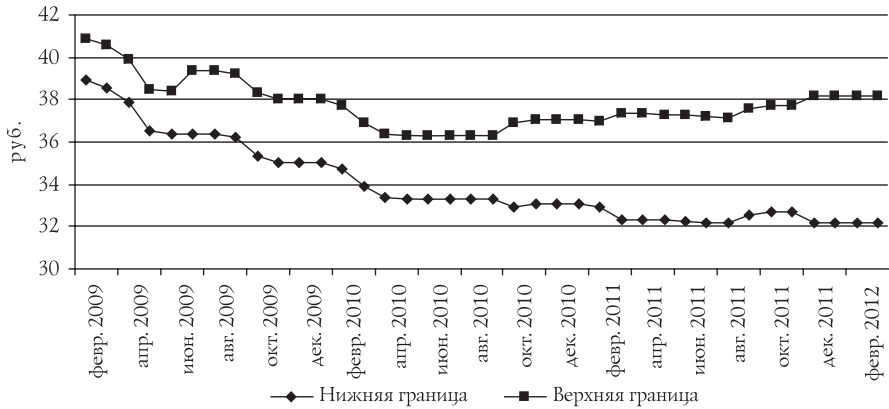


Рис. 13. Границы операционного плавающего интервала валютного курса Банка России

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/statistics/default.aspx?prtid=bivalentbl&pid=idkp\\_br&sid=ITM\\_56379](http://www.cbr.ru/statistics/default.aspx?prtid=bivalentbl&pid=idkp_br&sid=ITM_56379)).

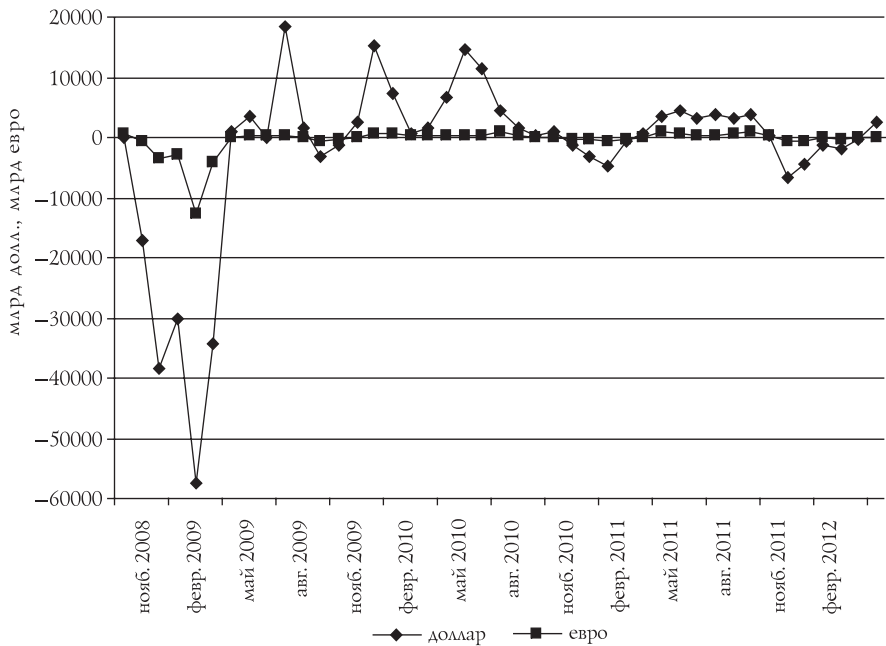


Рис. 14. Валютные интервенции Банка России (чистые покупки иностранной валюты)

Источник: данные Центрального банка Российской Федерации ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/VALINT.asp](http://www.cbr.ru/hd_base/VALINT.asp)).

Вопрос о переходе к режиму плавающего валютного курса для страны, ориентированной на экспорт энергоносителей, весьма дискуссионен. Отметим, что по состоянию на 2008 г. из числа стран-экспортеров нефти лишь развитые страны (Норвегия, Канада, Великобритания) характеризовались режимом свободного плавления валют. В двух странах — Алжире и Индонезии — действовал режим управляемого плавления валюты без заранее определяемого тренда курсовой динамики. Остальные страны-экспортеры нефти использовали ту или иную форму фиксации валютного курса (правда, крайнюю форму фиксации в виде режима валютного управления применял лишь Бруней)<sup>45</sup>. Подобная ситуация обусловлена, на наш взгляд, с одной стороны, высокой зависимостью динамики валютного курса от цены на нефть, а с другой — ролью валютного курса в этих экономиках (заметим при этом, что в развитых странах в силу незначительности явления долларизации роль валютного курса для национальной монетарной сферы не так весома).

Переход Центрального банка России к более гибкому курсообразованию является частью реализуемого им плана по введению режима инфляционного таргетирования. Так, в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов» поставленные цели зафиксированы достаточно четко: переход к режиму инфляционного таргетирования (на основе индекса потребительских цен) к концу рассматриваемого периода (т. е. к 2014 г.). Цель по инфляции ставится в пределах 4–5% в год. Относительно курсовой политики говорится, что «Банк России сохранит свое присутствие на валютном рынке исключительно с целью сглаживания избыточной волатильности валютного курса, не оказывая влияния на тенденции в его динамике, формируемые фундаментальными факторами»<sup>46</sup>. Однако вызывает большие вопросы определение «фундаментальных факторов». Учитывая в целом высокую волатильность как финансовых рынков, так и рынков ключевых товаров мировой торговли (включая энергоносители), все чаще в теоретических работах отме-

45. <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.

46. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов. Одобрены Советом директоров Банка России 28 октября 2011 г. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011. С. 3.

чается несвязанность их динамики с динамикой фундаментальных переменных. Кроме того, сохраняющаяся нестабильность мировой экономики оказывает влияние на динамику валютного курса рубля и других показателей монетарной сферы. Ярким примером такого воздействия стало резкое падение курса рубля к доллару и евро в августе—сентябре 2011 г.

С этого момента, на наш взгляд, начинается новый этап проведения денежно-кредитной политики, который напоминает кризисный этап 2008 г.: возросшая, хотя и не в такой степени, поддержка валютного курса и банковской системы<sup>47</sup>. Однако пока еще преждевременно делать заключения по этому этапу, так как он может либо стать небольшим отклонением в рамках предшествовавшего этапа, либо реализоваться в полноценную антикризисную политику в случае резкого ухудшения внешних условий.

---

47. Показательно, что с сентября 2011 г. возобновилось резкое увеличение объемов операций прямого репо Центрального банка, достигших пика в ноябре 2011 г.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на значительное время, прошедшее с момента начала мирового экономического и финансового кризиса, следует констатировать, что фундаментальные проблемы в финансовой сфере мировой экономики решены не были, что не исключает возобновления мирового финансового кризиса.

Как показали события последних двух лет, основные риски исходят из стран зоны евро, где нарастает кризис суверенной задолженности<sup>48</sup>. Международный валютный фонд прогнозирует спад экономики зоны евро в 2012 г., хотя и с небольшим темпом в 0,3%. При этом, несмотря на прогнозируемое снижение среднего размера дефицита бюджета до 3,2% ВВП, ожидается рост валового государственного долга почти до 90% ВВП<sup>49</sup>.

Для российской экономики потрясения в Европейском союзе могут сказаться особенно болезненно, поскольку он является ключевым внешнеэкономическим партнером нашей страны. Так, доля ЕС во внешнеторговом обороте России в 2011 г. составила 48%<sup>50</sup>, хотя в кризисный период она снижалась, но по-прежнему остается на высоком уровне. Страны ЕС являются основным источ-

---

48. Хейфец Б.А. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России (научный доклад). М.: Институт экономики РАН, 2012. С. 12–13.

49. World Economic Outlook Database as of April 2012 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>).

50. По данным Федеральной таможенной службы России ([www.customs.ru](http://www.customs.ru)).

ником поступления иностранных инвестиций в российскую экономику (даже без учета явных оффшорных юрисдикций), особенно по линии прямых и прочих инвестиций (составляющих подавляющую долю общего притока иностранных инвестиций в российскую экономику). Их доля в исходящих из России инвестициях, хотя и снизилась в кризисный и посткризисный период, продолжает оставаться высокой (с учетом накопленных в докризисный период вложений). Особенно следует отметить размещение валютных активов Банка России в странах зоны евро (их доля в общем объеме валютных активов Банка России на 1 января 2011 г. составляла 46,4%<sup>51</sup>).

Основными каналами распространения европейского кризиса на российскую экономику могут стать: внешнеторговый (через сокращение спроса на продукцию российского экспорта) и связанный с движением капитала (через сокращение притока капитала в российскую экономику, повышение уровня риска по резервным активам и, в меньшей степени, обесценение портфельных активов российских инвесторов в Европе). Гораздо более серьезными могут стать последствия для экономики России, если европейский кризис станет началом очередной волны глобального кризиса, а подобное развитие событий весьма вероятно, если проблемы начнут испытывать ведущие экономики зоны евро.

Другим важным внешним риском для российской монетарной сферы является развитие инфляционных процессов в мировой экономике. Активная стимулирующая политика, проводившаяся ведущими развитыми странами во время глобального экономического и финансового кризиса, безусловно будет иметь отложенный инфляционный эффект. Дискуссии могут вестись лишь относительно его размера. Если исходить из текущих данных, действие этого эффекта пока достаточно скромное, что может отчасти объясняться продолжающимся действием «глобализационного фактора». Но, во-первых, раскручивание инфляционной спирали в мировой экономике еще не достигло своего максимума (стимулирующая политика во многих странах, прежде всего в США, продолжается), во-вторых, по аналогии с ситуацией 2003–2007 гг. мы наблюдаем инфляцию, перемещаю-

---

51. Годовой отчет Центрального банка Российской Федерации за 2010 год ([http://www.cbr.ru/publ/God/ar\\_2010.pdf](http://www.cbr.ru/publ/God/ar_2010.pdf)). С. 80.



щуюся на рынок финансовых активов, включая производные финансовые инструменты на отдельные товары (например, нефть).

Таким образом, перед Центральным банком России стоит задача выстраивания как модели реагирования на текущие вызовы развития мировой экономики, так и стратегии проведения денежно-кредитной политики с учетом растущей роли внешних факторов. Заявленный переход к инфляционному таргетированию не очень убедителен, так как соответствующий режим не подтвердил своей эффективности в части сглаживания влияния внешних шоков на национальные экономики в других странах, особенно если принимать во внимание специфику экономики России (в первую очередь, зависимость от экспорта энергоносителей). На наш взгляд, для России по-прежнему важно сохранение регулирования валютного курса (хотя и без установления узких пределов его колебаний), а также возможности использования инструментов валютного регулирования (например, в виде резервных требований, налогообложения трансграничных потоков капитала и т.д.) для снижения влияния внешних шоков. Следует отметить, что приток спекулятивного капитала на развивающиеся рынки в посткризисный период активизировал в мировом сообществе дискуссию о необходимости регулирования международных потоков капитала, особенно носящих краткосрочный характер. Вновь стала активно обсуждаться идея о введении так называемого «налога Тобина» в глобальном масштабе.

Кроме того, адекватное реагирование на влияние внешних факторов на монетарную сферу и экономику в целом зависит, прежде всего, от ясного понимания того, какую «модель» экономики мы хотим построить, и исходя из этого определить место в ней денежно-кредитной и валютной политики. Для этого необходима стратегия социально-экономического развития страны, попытка выработать которую («Стратегия 2020») пока была неудачной. При постоянном и гибком взаимодействии денежно-кредитной, валютной, бюджетно-налоговой, структурной и промышленной политики монетарная политика может внести необходимый конструктивный вклад в развитие реального сектора, способствуя его диверсификации. Однако необходимо также понимать «пределы» возможностей денежно-кредитной и валютной политики в рамках рыночной экономики.

## Литература

1. *Абалкина А.А.* Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // *Финансы и кредит.* 2010. №28.
2. *Богомолов О.Т.* Роль государства в современной экономике. Кого и чему учит глобальный кризис? // *Международная экономика.* 2009. №7.
3. *Валлерстайн И.* Динамика глобального кризиса: тридцать лет спустя // *Эксперт.* 2009. № 35. 14–20 сентября.
4. Годовой отчет Центрального банка Российской Федерации за 2010 год ([http://www.cbr.ru/publ/God/ar\\_2010.pdf](http://www.cbr.ru/publ/God/ar_2010.pdf)).
5. *Головнин М.Ю.* Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации (научный доклад). М.: Институт экономики РАН, 2008.
6. *Головнин М.Ю.* Развитие денежно-кредитной сферы в трансформационный период: Россия и страны Центральной и Восточной Европы. М.: Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2009.
7. За один год до конца света (интервью с А.Л. Кудриным) // *Московский комсомолец.* 2012. 10 апр.
8. *Некипелов А., Голанд Ю.* От замораживания к инвестированию: новые подходы к денежно-кредитной и валютной политике // *Вопросы экономики.* 2008. №3.
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов. Одобрены Советом директоров Банка России 11 ноября 2009 г. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2009.
10. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов. Одобрены Советом директоров Банка России 28 октября 2011 г. М.: Центральный банк Российской Федерации, 2011.

11. Российская экономика на фоне мирового кризиса: текущие тенденции и перспективы развития // Вопросы экономики. 2009. №9.
12. Тулин Д.В. Трансграничное движение капиталов, инвестиционный климат и возможности увеличения инвестиций в российскую экономику // Деньги и кредит. 2011. №6.
13. Хейфец Б.А. Глобальный долговой кризис и риски долговой политики России (научный доклад). М.: Институт экономики РАН, 2012.
14. Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России // Международная экономика. 2010. №3.
15. Borio C., Nelson W. Monetary operations and the financial turmoil // BIS Quarterly Review. 2008. March.
16. Cecchetti S.G., Moessner R. Commodity prices and inflation dynamics // BIS Quarterly Review. 2008. December.
17. Kirabaeva K., Razin A. Composition of International Capital Flows: A Survey // Bank of Canada Working Paper. 2010. No. 33.

МИХАИЛ ЮРЬЕВИЧ  
ГОЛОВНИН

Заместитель директора, заведующий Центром проблем глобализации российской экономики Института экономики 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 по теме «Денежно-кредитная сфера переходных экономик (сопоставление опыта России и стран Центральной и Восточной Европы)», в 2011 г. — 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, с 2011 г. — доцент кафедры общей экономической теории.

Автор свыше 60 научных работ и коллективных монографий, большого количества статей 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.

МИХАИЛ СЕРГЕЕВИЧ  
ЛЮБСКИЙ

Ведущий научный сотрудник Центра проблем глобализации российской экономики Института экономики РАН, кандидат экономических наук. Закончил валютно-финансовый факультет Института внешней торговли.

С 1957 г. работал в Научно-исследовательском конъюнктурном институте МВТ, с 1971 г. — в Институте экономики мировой социалистической системы АН СССР (впоследствии — Институт международных экономических и политических исследований РАН), с 2005 г. (после реорганизации) — в Институте экономики РАН.

Автор свыше 200 научных работ. Сфера научных интересов: денежно-кредитная и валютная политика России, международные валютно-финансовые отношения, валютная интеграция в СНГ.

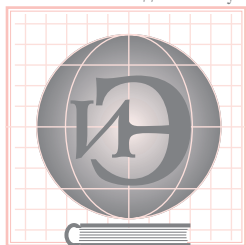
ИРИНА ЭДУАРДОВНА  
БОГАТОВА

Ассистент преподавателя кафедры «Финансовая стратегия» Московской школы экономики МГУ им. М. В. Ломоносова, младший научный сотрудник Центра проблем глобализации российской экономики Института экономики РАН. Аспирантка Московской школы экономики МГУ имени М.В. Ломоносова.

В 2009 г. окончила бакалавриат Московской школы экономики по специальности «Экономика», в 2011 г. – магистратуру Московской школы экономики по направлению « Экономическая теория и проблемы современной России».

Сфера научных интересов: трансграничное движение капитала, валютно-финансовая система, денежно-кредитная политика.

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, М.С. Любский, И.Э. Богатова**

Каналы влияния внешних факторов  
на монетарную сферу России

Оригинал-макет – Валериус В.Е.

Редактор – Ерзнкян М.Д.

Компьютерная верстка – Гришина М.Ф.

Подписано в печать 26.07.2012 г.

Заказ № 53. Тираж 300. Объем 2,2 уч. изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0383-1



9 785994 003831