

*А. УЛЮКАЕВ,  
доктор экономических наук,  
Первый заместитель Председателя Банка России,*

*М. КУЛИКОВ,  
советник Первого заместителя  
Председателя Банка России*

## **ПРОБЛЕМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ПРИТОКА КАПИТАЛА В РОССИЮ**

### **Изменение макроэкономических тенденций**

На протяжении последних девяти лет российская экономика демонстрирует реальный рост, составляющий в среднем более 6% в год. Однако на разных временных промежутках обуславливающие его факторы были неодинаковыми. После кризиса 1998 г. главным «локомотивом» роста стала внешняя торговля, влияние которой на ВВП усилилось вследствие как существенной девальвации рубля, так и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры (см. рис. 1). Произошло быстрое увеличение положительного сальдо торгового баланса, а вслед за ним — текущего сальдо платежного баланса. В результате наблюдался быстрый прирост золотовалютных резервов Банка России и соответствующего денежного предложения. Это позволяло стимулировать рост как потребления, так и инвестиций.

В 2001 г. начался следующий этап развития российской экономики, когда реальное укрепление рубля и некоторое снижение цен на нефть привели к постепенному снижению доли экспорта в ВВП. Этой тенденции противостоял существенный рост физических объемов экспортных поставок, особенно в 2002—2004 гг., поскольку рост экспорта в 1,5—2 раза превышал темпы роста реального ВВП.

В эти же годы в экономике России происходило постепенное перераспределение структуры ВВП по использованию. Начиная с 2000 г. только вклад валового накопления основного капитала оставался на относительно стабильном уровне — 17—18% к ВВП. При этом заметно снизилась доля чистого экспорта — с 20% к ВВП в 2000 г. до 12% в 2004 г. (в основном за счет сокращения доли экспорта) при одновременном повышении доли конечного потребления — с 61 до 67% к ВВП (см. табл. 1).

**Индексы условий внешней торговли, экспортных цен и импортных цен  
(индексы 1999 г. = 1)**

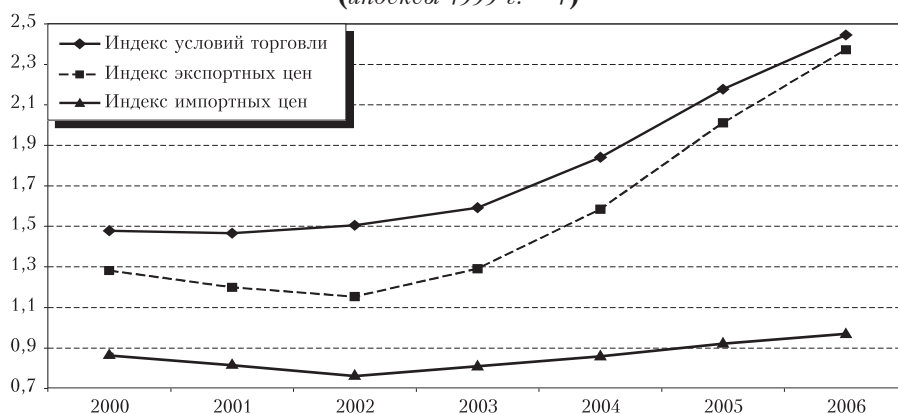


Рис. 1

Т а б л и ц а 1

**Структура ВВП в текущих ценах по использованию (в %)**

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Валовой внутренний продукт	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Расходы на конечное потребление	61,3	65,8	68,9	68,1	66,9	66,4	66,3
домашних хозяйств	45,1	48,3	50,0	49,4	49,3	49,2	48,2
государственного управления	15,1	16,4	17,7	17,6	16,7	16,6	17,5
Валовое накопление	18,7	21,9	20,1	20,8	20,9	20,1	20,2
основного капитала	16,9	18,9	17,9	18,4	18,4	17,8	17,9
Чистый экспорт	20,0	12,7	10,8	11,3	12,2	13,6	12,7
экспорт	44,1	36,9	35,3	35,2	34,4	35,1	33,9
импорт	24,0	24,2	24,5	23,8	22,1	21,6	21,2

Источник: Росстат.

К 2005 г. количественные изменения в экономике создали благоприятную макроэкономическую обстановку для фундаментальных качественных изменений. Несмотря на хорошую внешнюю конъюнктуру, реальный рост экспорта несколько снизился, практически сравнявшись с увеличением ВВП в целом. В то же время рост импорта оставался стабильно высоким — в среднем около 20% в год (см. табл. 2). Прирост экспортной выручки начал все больше компенсироваться использованием валюты на покупку иностранных товаров. Положительное сальдо внешнеторгового баланса будет продолжать снижаться, и к 2010 г. ожидается, что оно практически окажется нулевым. Это означает сокращение счета текущих операций, что при прочих равных условиях должно уменьшить прирост валютных резервов Банка России и остановить генерируемое этим приростом денежное предложение.

Однако рост чистых международных резервов и, следовательно, денежного предложения продолжился, так как валюта начала поступать в страну по другим каналам, а именно начался приток ино-

## Темпы реального роста ВВП по компонентам (в %)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Валовой внутренний продукт	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	6,7
Расходы на конечное потребление	5,6	6,8	7,0	6,2	9,2	9,7	9,3
домашних хозяйств	7,3	9,5	8,5	7,5	12,1	12,8	11,2
государственного управления	2,0	-0,8	2,6	2,2	2,1	2,2	4,2
Валовое накопление основного капитала	18,1	10,2	2,8	12,8	12,6	8,3	13,9
Чистый экспорт	-15,9	-13,2	3,2	3,0	-12,2	-12,8	-15,8
экспорт	9,5	4,2	10,3	12,5	11,8	6,4	7,2
импорт	32,4	18,7	14,6	17,7	23,3	17,0	21,0

Источник: Росстат.

странного капитала (см. табл. 3). В 2005 г. баланс притока и оттока капитала впервые оказался положительным, составив 0,7 млрд долл., в 2006 г. — 41,7 млрд долл. За первые пять месяцев 2007 г. приток достиг около 60 млрд долл, а по итогам года он будет не менее 70 млрд долл. Как и в прошлом году, значительную часть притока обеспечили успешные публичные размещения акций российских компаний (ПРО). Важно отметить, что ведущую роль в этом процессе играют не традиционные представители добывающих отраслей, а электроэнергетика и банковский сектор.

Таким образом, происходит кардинальное изменение структуры российского платежного баланса. Приток валюты по-прежнему остается на высоком уровне, но его источником становится не счет текущих операций, а счет операций с капиталом и финансовыми инструментами

## Некоторые показатели платежного баланса и денежно-кредитной сферы (в млрд долл.)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	I кв. 2007 г.
Счет текущих операций	46,8	33,9	29,1	35,4	59,0	83,8	94,5	21,8
Торговый баланс	60,2	48,1	46,3	59,9	85,8	118,4	139,2	27,9
экспорт	105,0	101,9	107,3	135,9	183,2	243,8	303,9	69,9
импорт	44,9	53,8	61,0	76,1	97,4	125,4	164,7	42,1
Финансовый счет и счет операций с капиталом	-21,1	-15,7	-11,2	0,7	-7,3	-13,6	11,9	11,4
чистый приток капитала	-24,8	-15,0	-8,1	-1,9	-8,4	0,7	41,7	13,0
прямые инвестиции	2,7	2,7	3,5	8,0	15,4	12,8	28,7	7,8
Прирост валютных резервов	16,0	8,2	11,4	26,4	45,2	61,5	107,5	32,9
Прирост M2	15,6	15,7	16,7	35,1	39,9	59,5	108,5	15,9
M2 в млрд. руб.	1154	1613	2135	3213	4363	6046	8996	9413
Средний курс руб./долл.	28,1	29,2	31,4	30,7	28,8	28,3	27,2	26,3

Источник: Банк России.

**Чистый приток иностранного капитала и сальдо счета текущих операций (в % к ВВП)**

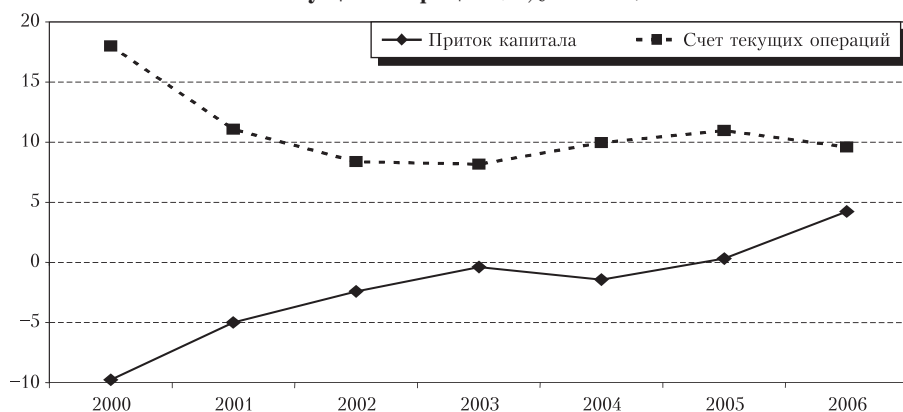


Рис. 2

(см. рис. 2), который признается более волатильным. Что это может означать для российской экономики и инвестиций? Какова должна быть реакция Центрального банка России на меняющуюся ситуацию?

**Новый двигатель экономического роста**

Относительно роста показателей экспорта и импорта в прошлом году наметилось несколько примечательных тенденций. В долларовом выражении приросты экспорта и импорта товаров были достаточно близки — 25 и 31% соответственно, но их факторы — принципиально разные. В росте экспорта главную роль сыграли благоприятные внешнеторговые цены, которые объясняют почти  $\frac{4}{5}$  всего прироста, соответственно примерно  $\frac{1}{5}$  его прироста явилась следствием увеличения физических объемов. Напротив, в импорте товаров только  $\frac{1}{5}$  его прироста связана с ценовым фактором, остальное — с увеличением физических объемов. Тенденция, конечно, довольно тревожная, хотя положительным можно назвать медленное, но устойчивое повышение доли машин и оборудования, достигшей почти половины всего товарного импорта (см. табл. 4).

Кроме того, можно отметить все возрастающую роль других компонент счета текущих операций, а именно баланса услуг, баланса инвестиционных доходов и баланса оплаты труда. Размеры денежных потоков по этим категориям относительно небольшие — в разы и даже в десятки раз меньше внешнеторговых потоков, но отрицательные компоненты указанных балансов растут очень быстро, поэтому их вклад в сокращение счета текущих операций становится все более заметным.

Таким образом, экспортная выручка, служившая главным источником притока валюты в страну до 2005 г., постепенно перестает быть таковым вследствие замедления роста физических объемов экспорта. Увеличение положительного сальдо счета текущих операций замедляется, и в недалеком будущем можно ожидать его сокращения.

**Товарная структура импорта России (в %)**

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Машины, оборудование и транспортные средства	31,4	34,0	36,3	37,4	41,2	44,0	47,6
Продукция химической промышленности, каучук	18,0	18,2	16,7	16,8	15,8	16,5	15,8
Продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье	21,8	22,0	22,5	21,0	18,3	17,7	15,7
Металлы, драгоценные камни и изделия из них	8,3	7,4	6,4	7,3	8,0	7,7	7,6
Прочие товары	20,5	18,4	18,1	17,5	16,7	14,1	13,3

*Источник:* Федеральная таможенная служба России.

Данный показатель в процентах к ВВП начиная с 2004 г. постоянно снижается. Соответственно падает роль счета текущих операций в качестве эмиссионного источника.

Для Банка России это свидетельствует о переходе от постоянно избыточной ликвидности банковского сектора к изменчивой и трудно прогнозируемой. В зависимости от обстоятельств ликвидность может попеременно быть как избыточной, так и недостаточной. Соответственно меняются функции Банка России — от стерилизации избыточной ликвидности к регулированию денежного предложения (то есть к предоставлению недостающей ликвидности или к стерилизации избыточной ликвидности в зависимости от обстоятельств). Поэтому повышается значение процентных ставок и механизмов рефинансирования Банка России.

Вплоть до настоящего времени спрос на предоставление ликвидности был довольно ограниченным и связан в основном со спецификой нашей налоговой системы: большинство налоговых платежей приходится на конец месяца, именно в этот период появляется спрос на ресурсы Банка России. Тем не менее достаточно быстро повышается объем предоставленных ломбардных кредитов: в 2006 г. он составил 6,1 млрд руб. и почти в 5 раз превысил соответствующий показатель 2005 г. В первом квартале 2007 г. рост объемов ломбардных кредитов продолжился, хотя его темпы заметно снизились вследствие значительного притока ликвидности по финансовому счету. В целом же на сегодняшний день Банк России имеет хорошо отрегулированные механизмы предоставления краткосрочной банковской ликвидности.

Банком России разработаны механизмы рефинансирования (кредитования) банков, различающиеся по качеству залогов и степени оперативности принятия решения о предоставлении кредита. Один из них — кредитование под блокировку или залог ценных бумаг из Ломбардного списка Банка России, в который включены государственные федеральные облигации, облигации Банка России, а также долговые обязательства наиболее надежных субъектов Российской Федерации и российских компаний. Другой — кредитование под залог векселей, прав требования по кредитным договорам организаций сферы материального производства и (или) поручительства кредитных организаций.

Различаются эти кредиты, главным образом, по срокам погашения и времени принятия Банком России решения о выделении средств. Сейчас ведется работа по созданию единого пула обеспечения, который позволял бы кредитной организации оперативно получать кредиты любого вида: внутрисдневные, «овернайт» или до 1 года.

Предлагаемые инструменты рефинансирования дают возможность коммерческим банкам успешно решать проблемы нехватки ликвидности. Но в условиях большого количества денег в экономике такие проблемы возникают нечасто. К тому же многие банки предпочитают решать их на межбанковском рынке благодаря его низким ставкам, поэтому востребованность инструментов Банка России пока остается на относительно невысоком уровне.

Огромное поступление денег в экономику отражается в увеличении денежной массы, прирост которой в 2006 г. составил 48,8%, почти на 10 п. п. превысив показатель предшествующего года. Такая динамика, как и в прошлом, объясняется наращиванием валютных резервов: прирост валютных резервов и прирост M2 в долларовом эквиваленте почти совпадают (см. рис. 3).

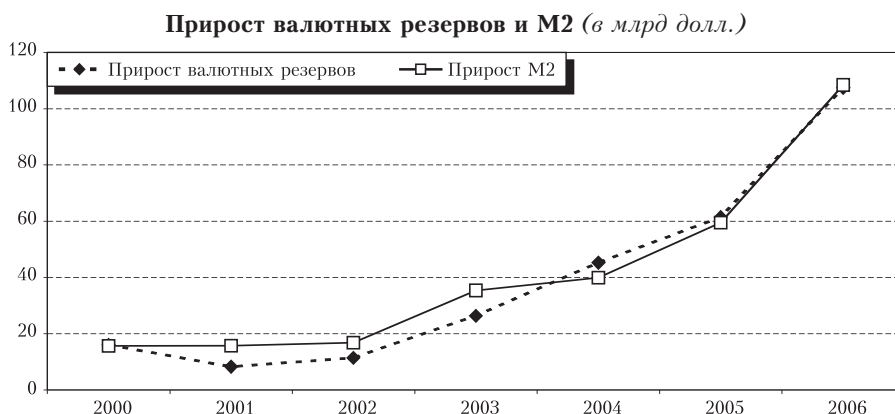


Рис. 3

В начале 2007 г. тенденция ускоренного наращивания денежной массы продолжилась: на 1.06.07 прирост агрегата M2 за предыдущие 12 месяцев составил 61,7%. Тем не менее инфляция потребительских цен снизилась с 5,9% в январе—мае 2006 г. до 4,7% в том же периоде 2007 г. Частично это можно объяснить резким ростом цен на некоторые продукты (сахар, крупу) в начале прошлого года. Но имеет место и другой, обнадеживающий фактор: денежная масса снижает свое давление на потребительский рынок.

Этот процесс выражается в снижении скорости обращения денег: рассчитанная по агрегату M2, она упала в 2006 г. на 14% по сравнению с предшествующим годом. Значительно выросли вклады в коммерческие банки — на 47,9%. При этом заметно повысилась доля рублевых вкладов — в основном за счет краткосрочных (до 1 года) депозитов юридических лиц. Объем валютных вкладов сократился до рекордно низкого показателя — 22,2% (см. табл. 5).

## Структура привлеченных банковских депозитов (в %)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Депозиты	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>в рублях</b>	<b>51,5</b>	<b>53,1</b>	<b>55,3</b>	<b>63,8</b>	<b>67,1</b>	<b>69,6</b>	<b>77,8</b>
от физических лиц	43,8	45,9	47,6	55,4	55,5	54,9	56,4
до 1 года	38,3	32,5	29,1	30,9	22,8	21,4	21,8
свыше 1 года	5,4	13,4	18,5	24,5	32,7	33,5	34,6
от юридических лиц	7,7	7,2	7,7	8,4	11,6	14,7	21,4
до 1 года	6,3	5,7	6,3	6,9	8,7	11,4	16,9
свыше 1 года	1,4	1,5	1,4	1,5	2,9	3,3	4,5
<b>в валюте</b>	<b>48,5</b>	<b>46,9</b>	<b>44,7</b>	<b>36,2</b>	<b>32,9</b>	<b>30,4</b>	<b>22,2</b>
от физических лиц	21,3	25,1	29,2	24,4	19,7	17,7	11,2
до 1 года	19,4	21,5	21,0	14,1	9,4	7,8	4,6
свыше 1 года	1,9	3,6	8,2	10,3	10,4	9,9	6,7
от юридических лиц	27,1	21,8	15,5	11,8	13,1	12,7	11,0
до 1 года	22,7	17,6	10,5	8,1	8,9	8,9	7,3
свыше 1 года	4,5	4,1	5,0	3,7	4,2	3,8	3,7
Годовой прирост	50,7	39,6	40,2	39,6	38,1	44,3	47,9
Депозиты, млрд руб.	695,8	971,5	1362,3	1901,9	2627,1	3791,8	5608,0

Источник: Банк России.

Темпы реального роста конечного потребления домашних хозяйств остаются высокими. Правда, в 2006 г. они снизились до 11,2% по сравнению с 12,8% в 2005 г. Одновременно заметно возросли темпы увеличения валового накопления основного капитала — с 8,3 до 13,9%. Это значит, что происходит перераспределение денежных средств от потребительского рынка в сектор инвестиционных товаров, что позволяет ускоренно наращивать денежную массу без риска негативного воздействия на уровень потребительских цен.

Таким образом, прослеживается связь между притоком иностранного капитала и ростом инвестиций. Вообще говоря, эта связь не является прямолинейной, поскольку поступающий капитал автоматически не превращается в инвестиции и может быть использован на любые другие цели, к примеру на потребление или на краткосрочные спекулятивные вложения в российские активы. Вместе с тем наблюдающийся рост инвестиций на фоне замедления темпов потребления позволяет признать достаточную степень «зрелости» приходящего в страну капитала. Не случайно в 2006 г. был зафиксирован рекорд прямых иностранных инвестиций в Россию — 28,7 млрд долл.

Роль инвестиций в современной российской экономике трудно переоценить. В 2005 г. исследование Международного валютного фонда показало, что к тому времени ВВП России сравнялся с величиной потенциального выпуска. Следовательно, дальнейший ускоренный рост экономики возможен лишь при условии значительных инвестиционных вливаний. В противном случае экономика должна была столкнуться с проблемой роста цен из-за ограничений со стороны предложения.

Начало 2007 г. было отмечено хорошими показателями промышленного роста (7,5% за январь—апрель) и рекордными за историю на-

блюдений показателями загрузки производственных мощностей: 78% по версии «Российского экономического барометра», 72% — «Российского бюллетеня конъюнктурных опросов» ИЭПП (см. рис. 4). Одновременно начавшийся рост количества предприятий, испытывающих нехватку мощностей, подтверждает не только повышение инвестиционного спроса, но и его устойчивый характер по крайней мере в ближайшей перспективе. По-видимому, именно инвестиционный спрос станет основным двигателем роста российской экономики.



*Рис. 4*

В таких условиях с определенной долей оптимизма можно надеяться на развитие российской экономики. Монетарным же властям надо главным образом минимизировать вероятность повышения инфляции и слишком быстрого укрепления рубля вследствие притока иностранного капитала.

### **Проблемы свободного движения капитала**

История переходных экономик свидетельствует о том, что проблемы массового притока иностранного капитала возникали здесь довольно часто. С точки зрения монетарных властей последствия такого притока отличаются от последствий притока экспортной валютной выручки только повышенной волатильностью. Как и в последнем случае, валютные резервы страны растут, что сопровождается соответствующей эмиссией национальной валюты. Для предотвращения ускорения инфляции Центральный банк РФ начинает принимать меры по стерилизации избыточного денежного предложения или стерилизации притока капитала. В случае удачного применения стерилизационных мер можно по крайней мере временно обеспечить соответствие прироста денежного предложения приросту количества товаров и услуг на рынке и тем самым удержать инфляцию на стабильном уровне.

Наиболее пристальное внимание аналитиков эти проблемы привлекли после масштабного азиатского кризиса в 1990-е годы. По мне-



нию многих известных экономистов, например Дж. Стиглица, одной из основных причин кризиса стала быстрая и масштабная смена притока капитала на его отток<sup>1</sup>. Так, совокупный чистый приток капитала в Индонезию, Малайзию, Южную Корею, Филиппины и Таиланд вырос с 41 млрд долл. в 1994 г. до 93 млрд в 1996 г. А в 1997 г. из этих стран «ушло» 12 млрд долл., что стало отправной точкой азиатского кризиса.

Говоря об опасностях, ассоциируемых с крупным притоком капитала, обычно отмечают:

— быстрое укрепление национальной валюты, снижающее конкурентоспособность отечественных производителей как на международных рынках, так и на внутреннем рынке;

— появление в стране «горячего» краткосрочного капитала, характеризующегося повышенной мобильностью и чувствительностью к реальным или мнимым изменениям на мировых финансовых рынках. Появление значительного объема такого капитала может привести к структурным перекосам в экономике, продолжительность же его присутствия в стране практически не поддается прогнозированию;

— наличие различных рыночных «пузырей». Существенный приток капитала может «перегреть» финансовые рынки небольших размеров, характерные для стран с переходной экономикой;

— ослабление самостоятельной денежно-кредитной политики. В условиях свободного движения капитала практически невозможно выдержать целевые установки по основным денежно-кредитным показателям, поскольку они будут полностью зависеть от непредсказуемого поведения потоков капитала.

В экономической литературе достаточно широко обсуждается вопрос о связи между различными режимами обменного курса и возможностью проводить независимую денежно-кредитную политику. В частности, отмечается, что в условиях свободного передвижения капитала независимость денежно-кредитной политики зависит от режима обменного курса. При фиксированном обменном курсе такая независимость отсутствует: действия монетарных властей должны лишь соответствовать движению капитала, так как любые другие решения помешают решению поставленной задачи поддержания фиксированного курса. В случае свободного обменного курса монетарные власти могут выбирать как цели, так и инструменты денежно-кредитной политики.

На основе подобных рассуждений появился тезис о том, что свободное движение капитала, фиксированный (или поддерживаемый) обменный курс и самостоятельная денежно-кредитная политика не могут осуществляться одновременно. Применительно к современной российской ситуации этот тезис можно сформулировать следующим образом: в условиях свободного движения капитала поддержка обменного курса рубля предполагает отказ от регулирования денежно-кредитных показателей. Другими словами, невозможно таргетировать инфляцию, не отпустив рубль в «свободное плавание» и/или не установив ограничения движения капитала.

---

<sup>1</sup> Stiglitz J. Globalization and its Discontents. New York—London: W.W. Norton, 2002.

В условиях масштабного притока капитала таргетирование инфляции приведет на первом этапе к ускоренному укреплению рубля, которое часто рассматривается как крайне негативное событие. Представляется, что подобные опасения преувеличены. Изменение реального курса рубля оказывает комплексное воздействие на экономику. С одной стороны, это эффект дохода, приводящий к росту доходов населения и удешевлению импортного оборудования, что положительно сказывается на экономическом росте. С другой — это эффект замещения, проявляющийся в снижении конкурентоспособности отечественных товаров, замедляющем экономический рост.

Совокупное воздействие названных эффектов исследовано, и подробно рассмотрен период валютного «коридора» 1995—1998 гг., когда укрепление рубля объяснялось в основном административными причинами<sup>2</sup>. В те годы сектор торгуемых товаров и услуг явно проигрывал в конкуренции импорту, но неторгуемые товары и услуги компенсировали эти потери. Общее воздействие на экономику было практически нулевым.

Главный же вывод состоит в том, что укрепление рубля по-разному влияет на экономику в зависимости от того, чем это укрепление вызвано. Например, укрепление рубля, связанное с ростом внутренних регулируемых тарифов, негативно влияет практически на все отрасли, особенно на импортозамещающие. Если же оно вызвано ростом экспортных доходов или притоком капитала, то общее воздействие на экономику оказывается позитивным, включая сектора торгуемых товаров и услуг.

Слабый рубль может быть выгоден экспортерам. Но российский экспорт имеет выраженную сырьевую направленность, поддержание которой методами валютной политики не отвечает стратегическим интересам экономического развития страны. Развитие высокотехнологичных производств, необходимых для диверсификации экспорта и экономики в целом, можно поддерживать другими способами: льготное кредитование, создание особых экономических зон и т. д. Кроме того, укрепление рубля не является критическим препятствием для российских производителей, что подтверждается высокой загрузкой производственных мощностей.

В этих условиях слабый рубль не будет способствовать экономическому росту, так как для производства дополнительных товаров просто не будет свободных мощностей. Одновременно слабый рубль удорожает импорт, в том числе инвестиционный, а значит, затормозится наращивание производственных возможностей российской экономики. Скорее всего слабый рубль негативно повлияет на прямые иностранные инвестиции, поскольку такая валютная политика приводит к снижению доходности вложений в российскую экономику. Можно будет ожидать замедления роста реальных доходов населения и соответствующего снижения производства в потребительском секторе неторгуемых товаров и услуг. Другими словами, сегодня ослабление рубля не только не способно вызвать рост производства, а, напротив,

---

<sup>2</sup> Улюкаев А., Замулин О., Куликов М. Предпосылки и последствия внедрения таргетирования инфляции в России // Экономическая политика. 2006. № 3.

приведет к замедлению экономического развития и уменьшению притока в страну необходимых иностранных технологий и инвестиций.

Однако все вышесказанное не означает, что Центральный банк должен отстраниться от воздействия на обменный курс. Волатильность капитальных потоков означает волатильность обменного курса, а этот эффект крайне нежелателен, поэтому Центральный банк обязан предотвращать серьезные колебания обменного курса.

Может ли введение контроля над движением капитала обеспечить определенное регулирование обменного курса национальной валюты без потери контроля над денежно-кредитными показателями? Анализ этого вопроса посвящено большое количество исследований, однако их результаты не дают однозначного ответа. Иногда специалисты приходят к различным выводам даже при анализе одних и тех же событий. Представляет интерес работа, в которой авторы проанализировали результаты более 30 эмпирических исследований по оценке действенности контроля над потоками капитала в разных странах<sup>3</sup>. Их анализ показал, что контроль позволяет изменить структуру притока капитала в сторону повышения доли долгосрочного капитала, обеспечить возможности проведения независимой денежно-кредитной политики и, как правило, снизить давление на реальный обменный курс национальной валюты. В то же время авторы не дали однозначного ответа на вопрос о том, способен ли подобный контроль сократить объем чистого притока капитала.

Тем не менее последняя особенность не мешает тому, чтобы контроль над потоками капитала превратить в достаточно эффективное антикризисное средство. Режим свободного перетока капитала был характерен для наиболее пострадавших во время азиатского кризиса стран. В то же время Индия и Китай, сохранявшие в тот период существенные ограничения по движению капитала, пережили кризис относительно безболезненно. Сегодня в России нет ограничений для перетока капитала, поэтому требуется тщательный анализ связанных с этим рисков.

### **Денежно-кредитное регулирование в новых условиях**

Основным механизмом стерилизации денежной массы в России пока является Стабилизационный фонд (или его «преемники»). Отчисления рассчитываются на основе мировой цены на нефть: чем она выше, тем бóльшая доля НДПИ и экспортной пошлины на нефть поступает не в бюджет, а в этот фонд. Такая система, успешно выполняя функцию по стерилизации денежной эмиссии, связанной с валютной выручкой от продажи нефти, не может повлиять на рост денежного предложения, обусловленного притоком иностранного капитала. Не исключена ситуация, когда мировая цена на нефть окажется довольно низкой, а приток капитала достаточно большим. В этом случае отчис-

---

<sup>3</sup> Magud N., Reinhart C. Capital Controls: An Evaluation / NBER's International Capital Flows Conference. Santa Barbara, California, 2004. Dec. 16–18.

ления в Стабилизационный фонд будут небольшими и существенно не повлияют на ограничение денежной эмиссии.

Кроме того, механизм управления Стабилизационным фондом входит в противоречие с задачей стерилизации притока капитала. В качестве агента Правительства РФ Банк России должен отчисления в указанный фонд конвертировать в иностранную валюту для инвестирования ее в разрешенные активы за рубежом, для чего должен эмитировать рубли. Но в качестве органа денежно-кредитного регулирования он обязан изымать избыточную рублевую ликвидность, образовавшуюся в результате притока капитала. Не исключена ситуация, когда Банку России придется одновременно проводить две прямо противоположные операции, что неправомерно.

При сохранении за Банком России обеих функций последнее противоречие должно решаться четкой, по-видимому, нормативно закрепленной расстановкой приоритетов между инфляцией и управлением активами Стабилизационного фонда. С точки зрения общеэкономической логики приоритетность борьбы с инфляцией выглядит достаточно обоснованной, но при этом приходится мириться с повышением рисков при вложении средств Стабфонда и с потерей части потенциальных доходов от их размещения. Другим вариантом явилось бы наделение функцией управления его средствами иного агента.

Для анализа проблем современной денежно-кредитной политики обратимся сначала к международному опыту с целью выявления основных причин появления массового притока капитала, совпадавшего с либерализацией финансовых и валютных рынков. Это явление можно было наблюдать, например, в Испании, в Корее и в новых странах Евросоюза в 1990-е годы. В Таиланде, где эти рынки уже были достаточно либерализованы, приток капитала обусловлен существенным снижением внутренних налогов. Также притоку капитала способствуют ожидание укрепления национальной валюты, а иногда — ее стабилизация после периода ослабления. Наконец, капитал привлекает возможность арбитража между мировыми и внутренними процентными ставками.

Стоит отметить, что такие причины есть и в России, причем первые две из них являются результатом целенаправленной экономической политики. Плюсы от такого притока существенно превышают минусы, но органам денежно-кредитного регулирования необходимо принять меры по его стерилизации. Следовательно, современные макроэкономические условия в России ставят перед ее монетарными властями новую задачу, с которой до сих пор они не сталкивались.

Теоретически стерилизация притока капитала может осуществляться с помощью целого ряда инструментов. Традиционно главным из них являются операции на открытом рынке, то есть поглощение центральным банком денежной ликвидности в обмен на эмиссию ценных бумаг. В развитых странах рынки ценных бумаг настолько велики, что позволяют своим центральным банкам незаметно, без изменения рыночных процентных ставок предлагать экономическим агентам дополнительные бумаги в обмен на их ликвидность. В большинстве стран с переходной экономикой размер финансовых рынков существенно меньше, а в Рос-

сии его по-прежнему можно считать небольшим, несмотря на бурный рост в последние годы. Это обстоятельство существенно ограничивает действенность операций на открытом рынке.

Ускоренное наращивание предложения центральным банком ценных бумаг на относительно небольшом финансовом рынке может вызвать повышение процентных ставок. Но, как отмечалось выше, арбитраж процентных ставок является одной из причин притока капитала. Другими словами, операции на открытом рынке могут способствовать как стерилизации притока капитала, так и его дополнительному притоку, причем индикатором точки превращения лекарства в яд являются процентные ставки.

С целью минимизации рисков для подобных операций используются наиболее ликвидные и надежные ценные бумаги, как правило государственные облигации. Облигации других эмитентов применяются только в исключительных случаях. Российский рынок государственных ценных бумаг является ликвидным, но его объемы невелики. На конец 2006 г. внутренний долг по ОФЗ/ГСО составлял всего 1 трлн руб., или 3,8% ВВП. Для сравнения: рынок казначейских облигаций в США в 2006 г. достиг 37% ВВП, то есть был почти в 10 раз больше даже в относительных показателях. Минфином России предусмотрено постепенное наращивание внутреннего долга. В частности, в 2007—2010 гг. планируется выпуск государственных ценных бумаг на общую сумму в 1,6 трлн руб. Использование операций на открытом рынке для стерилизации притока капитала необходимо, но не достаточно.

Подобная ситуация довольно часто встречается на рынках переходных и развивающихся экономик. В некоторых случаях, например в Чили и в Колумбии, нехватку государственных облигаций на рынке пытались компенсировать выпуском новых облигаций, проводимым правительством или государственными предприятиями. Однако это не столько расширило возможности центральных банков по проведению операций на открытом рынке, сколько создало дополнительные расходные обязательства бюджета, которые со временем приобрели угрожающие размеры.

В Китае для проведения стерилизационных интервенций активно используется первичное размещение облигаций Народного банка Китая. В середине 2006 г. в обращении находились облигации на сумму 2,9 трлн юаней (13,8% ВВП), что более чем в 2 раза превосходило соответствующий показатель предшествующего года. Такой бурный рост выпуска облигаций имеет свои издержки. В условиях постоянного притока капитала удлиняются сроки погашения: если первые выпуски состояли целиком из трехмесячных облигаций, то в сегодняшней рыночной структуре преобладают годовые. Как результат, начала повышаться доходность этого инструмента, что создало угрозу привлечения дополнительного спекулятивного капитала. Для борьбы с этой угрозой Народный банк начал использовать административные меры. В частности, получила распространение практика нерыночного размещения облигаций среди государственных банков. Народный банк обязывает банки выкупать облигации по завышенной цене, если те позволяют себе избыточный рост кредитного портфеля. Подобная

мера дает возможность зафиксировать доходность, но ситуация не выглядит устойчивой.

Таким образом, проблему стерилизации притока капитала следует решать на основе комплекса мер, операции же на открытом рынке являются лишь одним из его обязательных элементов. Рассмотрим перечень мер, которые теоретически могли бы способствовать решению проблемы, оценим возможность их практической применимости и обоснованности.

1. *Усложнение и удорожание выдачи центральным банком ликвидности коммерческим банкам.* Эта мера направлена не столько на стерилизацию избыточной ликвидности, сколько на ограничение других ее источников. Теоретически она могла бы быть применена в России, но коммерческие банки привлекают средства Банка России лишь в небольших объемах. Более того, последний целенаправленно работал над совершенствованием механизма предоставления ликвидности коммерческим банкам, делая этот механизм по возможности удобным и привлекательным. Поэтому вряд ли стоит менять принципы, сложившиеся в последние годы.

2. *Повышение нормы обязательного резервирования.* Это простой и широко используемый инструмент, но его применение ограничено соображениями развития банковской системы. Обязательное резервирование является по своей сути особым налогом на банковскую деятельность, и его повышение может негативно сказаться на состоянии банковской системы, особенно малых и средних банков. Эта мера может рассматриваться преимущественно как временная. Так, 14 мая 2007 г. Банк России был вынужден повысить нормы резервирования с 3,5 до 4% по обязательствам перед физическими лицами в рублях и до 4,5% по остальным обязательствам.

3. *Введение норматива капитализации банков по отношению к обязательствам перед нерезидентами.* В российской практике такого норматива не существует, но примеры его использования можно найти в ближнем зарубежье (например, в Казахстане с апреля 2007 г.). Суть норматива — увязать внешние заимствования коммерческих банков с размером их собственных средств. На практике это будет означать ограничение внешних заимствований банковской системой.

4. *Повышение депозитных ставок центрального банка.* Этот инструмент во многом схож с операциями на открытом рынке. Он способствует стерилизации притока капитала лишь до тех пор, пока депозитные ставки не сравняются с процентными ставками по свободно обращающимся государственным облигациям. Перейдя этот рубеж, депозиты центрального банка могут сами начать способствовать дополнительному притоку капитала.

5. *Использование валютного свопа.* В рамках валютного свопа центральный банк соглашается продать валюту по текущему курсу и одновременно обязуется выкупить ее в определенный момент времени по заранее согласованному форвардному курсу. Это позволяет центральному банку «передвинуть» избыточную ликвидность в будущее. Форвардный обменный курс должен быть достаточно благоприятным для коммерческих банков, с тем чтобы своп был коммерчески

привлекательным. В принципе цена и форвардный курс свопа могут быть смоделированы таким образом, чтобы создать устойчивый отток капитала в необходимый промежуток времени. При этом общая стоимость свопа для центрального банка будет неизбежно выше рыночных процентных ставок, что и является его основным недостатком. Кроме того, необходимо заранее оговаривать невозможность повторного появления законтракованной валюты на внутреннем рынке, а для этого необходимы либо доверительные отношения с коммерческим банком, либо развитая система мониторинга, а лучше и то и другое.

*6. Привлечение иностранных и международных организаций к размещению своих ценных бумаг на внутреннем рынке.* Эта мера позволит создать дополнительные инвестиционные инструменты в национальной валюте и тем самым «связать» избыточную ликвидность.

*7. Введение депозитных требований на внешние заимствования.* Суть этого требования состоит в обязанности заемщика заморозить на некоторое время на счету центрального банка часть привлекаемых им средств в иностранной валюте. Это — своего рода налог на внешние заимствования. Необходимо отметить, что после либерализации валютного регулирования (1 июля 2007 г.) действующее российское законодательство не предполагает введения подобных требований. Однако теоретически такая мера позволяет снижать приток капитала, не затрагивая процентные ставки. Депозитная норма может быть различной в зависимости от вида заимствований. Например, она должна быть выше для спекулятивного краткосрочного заимствования. К недостаткам такой меры можно отнести фактическое удорожание средств для заемщиков, что может привести к неэффективному перераспределению инвестиционных ресурсов. Тем не менее применение подобной меры в Чили оказалось достаточно успешным. Любопытно, что в Бразилии в начале 1990-х годов была применена более жесткая модификация этой схемы — введение пятипроцентного налога на привлекаемые из-за рубежа средства для уравнивания стоимости заимствования внутри страны и за рубежом. В результате популярное до введения налога размещение бразильских облигаций за рубежом резко сократилось.

Не все перечисленные меры применимы в современных российских условиях по причинам экономического, законодательного и политического характера. Но в любом случае придется выбирать наиболее приемлемый комплекс мер по стерилизации притока капитала.

\* \* \*

Российская экономика вступает в новую фазу развития. Запас неиспользуемых производственных мощностей практически исчерпан, внешнеэкономические условия благоприятны, но в ближайшей перспективе счет текущих операций будет постепенно уменьшаться. Дальнейшее экономическое развитие возможно лишь при условии быстрого наращивания инвестиций. Результаты развития экономики в 2006 г. свидетельствуют о начале этого процесса, который ставит перед денежно-кредитными властями новые задачи.

Действующие в настоящее время стерилизационные механизмы не способны противодействовать негативным аспектам притока иностранного капитала, а операции на открытом рынке не могут дать необходимого эффекта из-за недостаточного размера этого рынка. В таких условиях строгое соблюдение инфляционных ориентиров может привести к существенному увеличению волатильности обменного курса. Фактически обменный курс должен быть «привязан» к капитальным потокам, а их размеры и даже направление не всегда предсказуемы.

Вот почему необходима разработка мер, которые могли бы уменьшить воздействие потоков иностранного капитала на валютный рынок и экономику в целом. Как показал анализ, все возможные в подобной ситуации меры имеют отрицательные стороны, а некоторые из них могут даже усугубить ситуацию. Следовательно, требуется разработка всестороннего комплекса мер для воздействия на потоки иностранного капитала.

К приемлемым мерам можно отнести активное применение валютных свопов, изменение ставок обязательного резервирования и депозитных ставок Банка России, а также допуск нерезидентов к выпуску ценных бумаг в рублях. Как показал опыт других стран, использование валютных свопов может успешно распределить приток капитала во времени, снизив тем самым его волатильность. Повышение ставок обязательного резервирования и выпуск рублевых ценных бумаг нерезидентами способствуют стерилизации избыточной ликвидности. Другие возможные меры пока представляются проблематичными, а их использование возможно только в определенных условиях.