

УДК 336.71 (073)

# ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ В УСЛОВИЯХ РЕАЛИЗАЦИИ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ РИСКОВ

**АБОЛИХИНА ГАЛИНА АЛЕКСАНДРОВНА**

канд. экон. наук, доцент кафедры «Денежно-кредитные отношения и монетарная политика» Финансового университета

**E-mail:** galinaabol@gmail.com

Статья посвящена исследованию проблем, возникших в денежно-кредитной сфере экономики России в 2014 г. вследствие обострения и последующей реализации двух групп рисков – геополитических и рыночных. В связи с этим в статье раскрывается содержание понятий страновых, межстрановых и глобальных геополитических рисков, определенных в целях проводимого исследования, показываются формы реализации в экономике России межстрановых геополитических рисков вследствие ситуации на Украине.

На основании анализа мер денежно-кредитного регулирования, предпринятых Банком России в целях введения режима таргетирования инфляции и стабилизации положения на валютном рынке и их последствий, сделан *вывод* о том, что в условиях одновременной реализации геополитических и рыночных рисков значительно возрастает степень неопределенности в развитии денежно-кредитной сферы. При этом в силу множественности оказывающих влияние факторов искажается действие стандартных инструментов денежно-кредитной политики. В этих условиях *предлагаются* использование смешанного режима денежно-кредитной политики, а также разработка более эффективного механизма взаимодействия законодательной, исполнительной власти и Центрального банка в целях обеспечения реализации общенациональных интересов.

**Ключевые слова:** геополитические и рыночные риски; денежно-кредитное регулирование; режим таргетирования инфляции; валютный курс рубля.

## Monetary Policy Tools Used by the Bank of Russia in the Context of Geopolitical Risks

**GALINA A. ABOLIKHINA**

PhD (Economics), associate professor of the Monetary Relations and Monetary Policy Chair, the Financial University

**E-mail:** galinaabol@gmail.com

The paper investigates the problems that arose in the monetary sphere of the Russian economy in 2014 as a result of aggravation and subsequent realization of two groups of risks – geopolitical and market-driven. In this regard, the paper describes the concepts of country-scale, cross-country and global geopolitical risks identified for the purposes of the study, and shows the forms of cross-country geopolitical risks threatening the Russian economy due to the situation in Ukraine.

Based on the analysis of monetary regulation measures undertaken by the Bank of Russia in order to establish the inflation targeting regime and stabilize the currency market, it *is concluded* that simultaneous realization of geopolitical and market risks significantly increases the degree of uncertainty in the development of the monetary credit sphere. Due to multiple influencing factors, the effect of standard monetary policy tools is distorted. Therefore, the use of a mixed-mode monetary policy *is proposed* along with the development of a more effective mechanism for interaction between the legislative and executive authorities and the Central Bank to ensure the realization of national interests.

**Keywords:** geopolitical and market risks; monetary regulation; inflation targeting; ruble exchange rate.

**С**итуация, сложившаяся в экономике России и в денежно-кредитной сфере в 2014 г. вследствие обострения и реализации геополитических рисков, возникших главным образом из-за развития событий на Украине и резкого изменения конъюнктуры на мировом рынке нефти, отличается нестандартностью и сложной предсказуемостью. Модель дальнейшего развития этой ситуации является многофакторной. В то же время именно денежно-кредитному регулированию, включая выбор адекватных инструментов и методов воздей-

ствия на денежно-кредитную сферу в сложившихся условиях, принадлежит важнейшая роль в выборе средств, посредством которых российская экономика сумеет преодолеть возникшие негативные последствия. Данные обстоятельства придают особую актуальность исследованию применяемых Банком России в современных условиях мер денежно-кредитного регулирования и их результативности. Учитывая значимость проблемы, а также заявленное Банком России изменение с 2015 г. режима денежно-кредитной политики, указанные проблемы активно обсуждаются в научной литературе [1–5]. Однако события развиваются столь стремительно и неожиданно, что существует необходимость в их серьезном осмыслении и выработке адекватных мер в режиме нон-стоп.

### **Виды и последствия обострения геополитических рисков**

*Геополитические риски* в наиболее общем виде могут, на наш взгляд, быть классифицированы как глобальные, межстрановые и страновые. При этом под межстрановыми геополитическими рисками предлагается понимать риски страны (стран), связанные с возможностью возникновения значимых (т.е. могущих иметь политические и экономические последствия) проблем вследствие возникновения конфликтов с государствами, как правило, в одном регионе присутствия. Предметом конфликта могут быть территории (либо происходящие там события), расположенные в иных регионах, но относимые обеими сторонами конфликта к сфере своих национальных интересов и ответственности.

### **Особенность ситуации в России в настоящее время состоит в процессе практически одновременной реализации и геополитических, и рыночных рисков**

*Страновые геополитические риски* — это риски раскола страны, отделения от нее территорий вследствие обострения внутренних проблем, существующих в государстве (национальных, экономических, социальных и т.п.)

Степень вовлеченности других стран в геополитические конфликты зависит от их политической позиции, экономических, военных, национальных, религиозных, культурных и других интересов на данной территории. В связи с этим страновые риски могут перерасти в межстрановые, а межстрановые — в *глобальные геополитические риски*.

Последствиями обострения геополитических рисков являются проблемы в осуществлении политического, дипломатического, военного, экономического и других видов взаимодействия между государствами.

В экономической сфере главным последствием обострения геополитических рисков вследствие событий в Украине стало введение рядом стран антироссийских санкций и ответное введение Россией эмбарго на определенный перечень продовольственных и некоторых других товаров. Данные события можно, по-видимому, считать фактами частичной реализации в России геополитических рисков, существуют и предварительные оценки реализованных рисков. Так, по оценке министра финансов РФ А.Г. Силуанова, приведенной в его выступлении 24 ноября 2014 г. на Международном финансово-экономическом форуме «Экономическая политика России в условиях глобальной турбулентности» в Финансовом университете, потери России от санкций Запада составят порядка 40 млрд долл. США в год. Кроме того, по его мнению, порядка 90–100 млрд долл. США в год Россия может потерять при снижении на 30% мировых цен на нефть. Существуют и другие оценки, однако все они носят предварительный характер и, как правило, не подтверждаются расчетами.

Введение Россией ответных экономических санкций тоже, на наш взгляд, является формой реализации рисков, причем не только для стран Запада (по оценке Еврокомиссии — более 5 млрд евро в год исходя из объема поставок в 2013 г.), но и для России. Хотя данное решение имеет политические основы и призвано способствовать «охлаждению пыла» стран, присоединившихся к санкциям (т.е. возможному сокращению сроков действия европейских санкций), фактически оно имеет отрицательные последствия для российского потребительского рынка и бюджета. Речь идет, в частности, о сужении ассортимента и росте цен на товары, о недополученных таможенных пошлинах, налогах и т.д. «Плюсы» для российской экономики, которые можно реализовать путем организации замещения импорта собственным

производством, разумеется, существуют, однако они имеют, по меньшей мере, среднесрочный временной лаг.

Таким образом, в настоящее время можно говорить об обострении и частичной реализации геополитических рисков для России в экономической сфере.

### Российский рубль в свободном падении

Особенность ситуации в России в настоящее время состоит в процессе практически одновременной реализации и геополитических, и рыночных рисков. Под реализацией рыночных рисков имеется в виду прежде всего изменение конъюнктуры на рынке нефти, выразившееся в значительном падении цен на нефть за короткий промежуток времени. Таким образом, произошло *наложение двух групп реализованных факторов риска: геополитических и рыночных*, что, как представляется, и привело к слабой прогнозируемости параметров денежно-кредитной и в целом экономической сферы России в настоящее время. Это новый для России исторический опыт.

В этих условиях Банк России, как известно, принял решение о переходе с 2015 г. к режиму таргетирования инфляции. С учетом данного решения, а также собственной оценки текущей ситуации на валютном рынке 10 ноября 2014 г. (на два месяца ранее, чем предполагалось) Банк России объявил о переходе к свободному плаванию курса национальной валюты, что согласно теории является обязательным условием осуществления режима инфляционного таргетирования. Рынок отреагировал на эти решения значительным ростом спроса на иностранную валюту и очередным падением курса рубля. Так, официальный курс доллара США к рублю на 7 ноября 2014 г. составил 45,19 руб., евро — 56,55 руб. На 16 декабря 2014 г. (перед объявлением об очередном повышении ключевой ставки до 17%) курс доллара США был установлен Банком России на уровне 58,35 руб. (прирост более чем на 29% по сравнению с 7 ноября 2014 г.), а евро — 72,66 руб. (прирост на 28,5% за тот же период).

После объявления регулятором о повышении с 16 декабря 2014 г. ключевой ставки до 17% давление на рубль снова резко усилилось. Падение рубля 16 и 17 декабря было максимальным, биржевые котировки в определенные моменты впервые в истории превысили 80 руб. за долл. США и 100 руб. за

евро. Максимальными официальными курсами рубля на 2014 г. стали курсы на 18 декабря 2014 г.: доллар США — 67,79 руб., евро — 84,59 руб. Падение рубля к курсам на 16 декабря 2014 г. составило соответственно 16,2 и 16,4%, а к курсам на 7 ноября 2014 г. — 50 и 49,6%<sup>1</sup>. В дальнейшем курс рубля несколько укрепился под влиянием ряда факторов: небольшое повышение цен на нефть, принятие Правительством РФ и Банком России срочных дополнительных мер (в том числе — выход на валютный рынок Минфина России с продажей остатков в 7 млрд долл. США и координация в «ручном режиме» продажи валютной выручки крупнейшими экспортерами), приближение периода налоговых выплат.

Таким образом, только от момента объявления Банком России о переходе к свободному плаванию рубля до принятия экстренных мер совместными с Правительством РФ усилиями (т.е. менее чем за полтора месяца) рубль девальвировался на 50%. И это не считая девальвации, которая произошла ранее в 2014 г.

Банк России объяснял произошедшую девальвацию преимущественно падением цен на нефть. В то же время имеются еще и иные оценки. Так, по мнению председателя Комитета гражданских инициатив А.Л. Кудрина, роль снижения цены на нефть в обвале рубля — 25%<sup>2</sup>. Не подвергая сомнению установленный факт, что цена нефти влияет на курс рубля, следует, тем не менее, отметить, что серьезным и не менее весомым фактором стала реализация геополитических рисков (вес этого фактора оценивается различными экспертами от 25 до 40%). Это подтверждается и тем, что девальвация рубля в I квартале 2014 г. не была связана с падением цен на нефть. Наложение двух вышеуказанных видов рисков еще более осложнило и без того непростую ситуацию, при этом используемые регулятором меры и инструменты денежно-кредитного регулирования — как стандартные, так и новые — практически не работали в нужном направлении. Наоборот, они оказывали на рынок противоположное влияние. Так, поэтапное поднятие уровня ключевой ставки в течение года практически не мешало

<sup>1</sup> Данные по валютному курсу рубля на официальном сайте Банка России. URL: <http://www.cbr.ru>.

<sup>2</sup> Пресс-конференция А.Л. Кудрина в агентстве «Интерфакс» 22.12.2014. URL: <http://akudrin.ru/news/itogovaya-press-konferentsiya-v-informatsionnom-agentstve-interfaks> (дата обращения: 23.12.2014).

«надуванию» валютного рынка и последующей девальвации рубля. Внешние факторы оказывались сильнее, а относительно небольшое увеличение ключевой ставки рынок достаточно быстро ассимилировал.

Попытки Банка России внедрить новые инструменты денежно-кредитной политики тоже не были первоначально успешными. Рассмотрим, например, как работал такой новый инструмент денежно-кредитной политики, введенный Банком России с 27 октября 2014 г., как сделки РЕПО в иностранной валюте на срок 1 неделя и 28 дней, а с 5 ноября 2014 г. — и на срок 12 месяцев<sup>3</sup>.

Первые проведенные аукционы были, по сути, невостребованными из-за низкого спроса. Впервые значимые объемы сделок были отмечены на аукционах, состоявшихся 15 декабря 2014 г. В этот день на аукционах валютного РЕПО банкам было предложено 10 млрд долл. США на срок 12 месяцев и 1,5 млрд руб. на срок 28 дней. По итогам аукциона на 12 месяцев общий объем заключенных сделок составил 4 829,1 млн долл. США (т.е. 48,3% от предложения Банка России), и спрос был удовлетворен полностью. Следует отметить, что минимальная заявленная ставка составила 1,1013, максимальная — 2,2, средневзвешенная — 1,1162% годовых. На аукционе сроком на 28 дней спрос на четверть превысил предложение: заявок было подано более чем на 2 млрд долл. США. Таким образом, по сравнению с ноябрем 2014 г. произошло повышение спроса на валюту в рамках аукционов валютного РЕПО. Об этом свидетельствует как объем заявок, так и большой разброс процентных ставок — в 2 раза<sup>4</sup>.

На наш взгляд, инструмент заработал прежде всего потому, что Банк России значительно снизил процентные ставки, повысив тем самым его привлекательность: с «LIBOR + 1,5%» до «LIBOR + 0,5%». Так, объявленная минимальная процентная ставка по аукциону на 12 месяцев, назначенному на 17 ноября 2014 г., составляла 2,0633%.

<sup>3</sup> Пресс-релизы Банка России от 16.10.2014 и от 05.11.2014 URL: [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=16102014\\_131140dkp2014-10-16T13\\_08\\_17.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=16102014_131140dkp2014-10-16T13_08_17.htm); [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=05112014\\_095709dkp2014-11-05T09\\_55\\_14.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=05112014_095709dkp2014-11-05T09_55_14.htm) (дата обращения: 15.12.2014).

<sup>4</sup> URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?PrtID=repofx&pid=idkp\\_br&sid=ITM\\_57279](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?PrtID=repofx&pid=idkp_br&sid=ITM_57279) (дата обращения: 15.12.2014).

Спрос на данном аукционе был весьма низкий, на что обратил внимание Банк России в специальном пресс-релизе от 17.11.2014<sup>5</sup>. Объем заключенных на нем сделок составил 87,7 млн долл. США, средневзвешенная процентная ставка — 2,1388% годовых.

Минимальная процентная ставка по аукциону на 28 дней 17 ноября 2014 г. составляла 1,653% годовых, а через месяц 15 декабря — уже 0,661% годовых, что в 2,5 раза ниже.

В результате от момента заявления о введении нового инструмента денежно-кредитной политики до момента, когда рынок принял его, прошло более полутора месяцев. Между тем ситуация на валютном рынке накалялась в этот период, по сути, день ото дня.

Как видится, одними из причин того, что не удалось предотвратить кризис на валютном рынке, являются недостаточная оперативность принимаемых мер денежно-кредитного регулирования, попытки действовать мягко, постепенно, опасаясь навредить решению общеэкономических задач страны прежде всего ограничить возможности экономического роста и увеличить риски для иностранных инвесторов. Однако в ряде случаев переломить негативные тенденции можно только решительными и, порой, резкими действиями. От этого могут быть и отрицательные последствия, но вероятность выполнения главной задачи — не дать рублю и рынку в целом сорваться в штопор — будет намного выше. При этом остается возможность внесения необходимых коррективов после того, как ситуация хотя бы относительно стабилизируется.

### **«Черный вторник»: попытка осмысления и некоторые первые уроки**

Стремительное развитие ситуации на валютном рынке, несмотря на предпринятые Банком России меры, привело, как известно, к очередному резкому и самому значительному за прошедший год обвалу курса рубля. В связи с этим 16 декабря 2014 года получил название «черного вторника». В чем причина, можно ли было предвидеть и не допустить такой поворот событий? Этими вопросами сейчас задаются не только политики и экономисты, но и просто граждане России, для которых

<sup>5</sup> URL: [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17112014\\_144953dkp2014-11-17T14\\_36\\_44.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17112014_144953dkp2014-11-17T14_36_44.htm) (дата обращения: 15.12.2014).

в результате произошло существенное изменение условий жизни.

Причина сложившейся на валютном рынке ситуации состоит в том, что одновременная реализация различных видов риска приводит к появлению новых свойств экономической системы. В результате интенсивность, а в некоторых случаях, возможно, и направленность процессов, происходящих в денежно-кредитной сфере, изменяются. В этих условиях промежуточные и конечные результаты деятельности Банка России по денежно-кредитному регулированию с использованием имеющегося инструментария и методов могут не привести к ожидаемому эффекту — действие стандартных инструментов в нестандартных условиях искажается.

Задача перехода к режиму таргетирования инфляции ставилась учеными и Банком России достаточно давно, при этом предусматривался относительно длительный период подготовки условий к такому переходу [1]. Заявление о собственном переходе к новому режиму денежно-кредитной политики с нового года было сделано, по сути, уже в кризисной ситуации, что никак нельзя было считать «подготовленными условиями для перехода».

Представим себе, что военный летчик совершает плановый вылет, во время которого поставлена задача выполнения сложных элементов программы высшего пилотажа. Выполнение такой задачи, несомненно, несет в себе риски. Эти риски максимальны, если пилот выполняет фигуры впервые, и менее высоки, если за штурвалом уже опытный летчик — первого класса, мастер спорта, имеющий огромный опыт полетов. Если во время полета резко испортится погода, риски возрастут многократно. Вряд ли кто-то (особенно оказавшийся гипотетически в самолете пассажир) сочтет, что отказ от выполнения в этих условиях программы полета является проявлением непоследовательности со стороны пилота и поддержит выполнение опасных виражей. Напротив, положительно воспримет как раз решение отложить программу до подходящей погоды и вернуться пока на базу.

Экономика, и особенно такая тонкая материя, как денежно-кредитная сфера, — это тоже такая среда, в которой успех маневров зависит от правильной оценки рисков. Переход к таргетированию инфляции был задуман «при хорошей погоде», а объявлен, когда она изрядно «испортилась». В результате все граждане России оказались

пассажирами одного самолета, маневрирующего в нелетную погоду.

Представляется, что в сложившихся сейчас в России условиях классический механизм регулирования, используемый при таргетировании инфляции, не сможет действовать корректно.

Кроме того, как бы ни оценивали представители научного и экспертного сообщества действия Банка России в 2014 г., можно с уверенностью утверждать, что *сама* идея таргетирования инфляции в глазах российских граждан и экономических субъектов теперь *надолго* скомпрометирована. В сознании людей «таргетирование инфляции» теперь прочно связано с «черным вторником». Учитывая подчеркиваемую всеми авторами исследований по таргетированию инфляции важность доверия к регулятору при осуществлении такой денежно-кредитной политики для достижения заявленных целей, нужно исходить из того, что теперь это доверие во многом утрачено. Единственный путь восстановления доверия — это успешные действия Банка России по преодолению кризиса.

***Причина сложившейся на валютном рынке ситуации состоит в том, что одновременная реализация различных видов риска приводит к появлению новых свойств экономической системы***

Исходя из вышеизложенного на ближайшую перспективу для России более логичным и целесообразным является, на наш взгляд, объявление и реализация *смешанного режима денежно-кредитной политики*. Данным режимом должно быть предусмотрено согласованное использование Банком России и Правительством РФ, в зависимости от конкретной ситуации, различного инструментария денежно-кредитной и финансово-бюджетной политики. При этом, безусловно, необходимо как показывать рынкам и обществу определенные прогнозные экономические ориентиры, так и обеспечивать «сбываемость» этих прогнозов для восстановления доверия экономических субъектов. Такой режим имеет, с одной стороны, антикризисную направленность, с другой стороны, позволит после преодоления кризиса и с учетом его уроков еще раз рассмотреть вопрос о том, какой режим

денежно-кредитной политики является для России оптимальным.

Главным аргументом сторонников безотлагательного введения в России режима таргетирования инфляции и соответственно плавающего валютного курса рубля является предотвращение потери валютных резервов Банка России. И принятые Президентом РФ и Правительством РФ меры по координации продажи валютной выручки крупными государственными компаниями-экспортерами, участие Минфина России в поддержке рубля путем продажи на рынке иностранной валюты как раз и нацелены на то, чтобы стабилизировать рубль без потери валютных резервов. Но разве не могли подобные меры быть предприняты раньше без объявления об изменении курсовой политики, которое спровоцировало сильнейший обвал рубля?

В связи с этим представляется важным поставить и вопрос о том, как осуществлялось до наступления последнего кризиса взаимодействие между Банком России и Правительством РФ по вопросам реализации денежно-кредитной политики. Обязательность такой совместной деятельности прямо вытекает из п. 1 ст. 4 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Опыт последних декабрьских дней 2014 г. показал, что именно совместными усилиями Правительства РФ и Банка России удалось остановить (во всяком случае, пока) развитие ситуации по резко негативному сценарию. Однако это были действия в условиях уже возникшего форс-мажора, а не по его упреждению. По-видимому, настало время еще раз вернуться к понятию независимости Банка России, которая не должна становиться самоцелью. Очередной кризисный опыт свидетельствует, на наш взгляд, о необходимости разработки более эффективного механизма участия всех ветвей власти — и законодательной, и исполнительной — в решении проблем денежно-кредитного регулирования экономики, нацеленной на то, чтобы принимаемые в этой области решения были всесторонне взвешенными и обеспечивали реализацию общенациональных интересов.

## Литература

1. Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы / Академия народного хозяйства при Правительстве РФ. М.: Дело, 2008.

2. Материалы Международного банковского конгресса (МБК-2014) // Деньги и кредит. 2014. № 8. С. 3–27.
3. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4–12.
4. Андришин С. Перспективы режима таргетирования инфляции в России // Вопросы экономики. 2014. № 11. С. 107–121.
5. Голанд Ю. ЦБ и падение рубля // Эксперт. 24–30 ноября 2014. № 48 (925). С. 46–48.
6. Глазьев С. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.

## References

1. Ulyukaev A. Modern monetary policy: problems and prospects. Academy of National Economy under the Government of the Russian Federation. [Sovremennaja denezhno-kreditnaja politika: problemy i perspektivy. Akademija narodnogo hozjajstva pri Pravitel'stve RF]. Moscow, 2010, 208 p.
2. Materials of the International Banking Congress (IBC-2014). Money and Credit. [Materialy Mezhdunarodnogo bankovskogo kongressa (MBK-2014)], *Den'gi i kredit*, 2014, No 8, pp. 3–27.
3. Yudaeva K. On the Opportunities, Targets and Mechanisms of Monetary Policy under the Current Conditions. Problems of Economics. [O vozmozhnostjah, celjah i mehanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushhej situacii], *Voprosy Ekonomiki*, 2014, No 9, pp. 4–12.
4. Andryushin S. Perspectives on Inflation Targeting Regime in Russia. Problems of Economics. [Perspektivy rezhima targetirovanija infljicii v Rossii], *Voprosy Ekonomiki*, 2014, No 11, pp. 107–121.
5. Goland Yu.. Central Bank and the fall of the ruble. Expert. [CB i padenie rublja], *Expert*, 24–30 of November, 2014, № 48 (925), pp. 46–48.
6. Glazyev S. Sanctions of the USA and the Policy of Bank of Russia: Double Blow to the National Economy. Problems of Economics. [Sankcii SShA i politika Banka Rossii: dvojnnoj udar po nacional'noj jekonomike], *Voprosy Ekonomiki*, 2014, No 9, pp. 13–29.