

## Основные факторы формирования денежного предложения в РФ в 2007 – первой половине 2011 гг.

Рассмотрение процесса формирования денежного предложения является одним из ключевых при изучении денежно-кредитной политики центрального банка. Понимание каналов денежной эмиссии позволяет более качественно анализировать инфляционные процессы в стране. Для России данный вопрос является очень важным в силу актуальности задачи снижения инфляции.

*П.В. Трунин*

УДК 336 (470)  
ББК 65.261  
Г - 787

На протяжении длительного периода времени до наступления финансового кризиса в 2008 г. основным фактором формирования денежного предложения РФ была монетизация общего сальдо платежного баланса. Объем валютных интервенций ЦБ РФ, изменение которых сопровождается колебаниями денежной базы, наряду с собственными решениями Банка России во многом зависит от мировых цен на нефть и сальдо торгового баланса, поэтому анализ динамики показателей внешней торговли является ключевым для понимания процессов формирования денежного предложения в России.

**Текущий счет платежного баланса РФ.** Одним из наиболее важных экзогенных факторов, который оказывает существенное влияние на денежно-кредитную политику России, является динамика мировых цен на нефть. Увеличение цен на нефть приводит к росту экспорта, состоящего главным образом из минерального сырья (доля нефти и минерального топлива в последние годы составляет около 60–65%<sup>1</sup> от общей стоимости экспорта). Таким образом, нестабильность конъюнктуры рынка нефти являются основным источником колебаний стоимостного объема экспорта из Российской Федерации (см. рисунок 1).

Увеличение экспорта в условиях роста цен на нефть в 2002 – первой половине 2008 г. приводило к усилению притока валюты в страну, что увеличивало предложение иностранной валюты на валютном рынке. Резкое падение нефтяных цен во

---

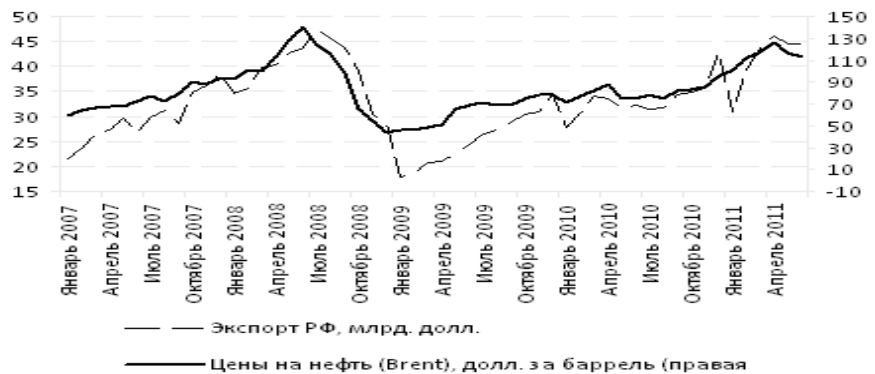
<sup>1</sup> Расчет по данным ЦБ РФ о стоимости российского экспорта нефти, нефтепродуктов и природного газа.



второй половине 2008 г. вызвало значительно уменьшение экспорта в денежном выражении. При этом необходимо отметить низкую эластичность физического объема экспорта по цене<sup>2</sup> – объемы экспортируемой нефти в значительной степени определяются экспортирующими возможностями транспортной и трубопроводной системы, накладывающими естественные (связывающие) ограничения на физический объем значительной части экспорта.

Рисунок 1

**Динамика экспорта из Российской Федерации и мировых цен на нефть марки Brent в 2007 – первой половине 2011 гг.**



**Источники:** Статистика цен на нефть марки Brent биржи ICE [Электронный ресурс]. URL: <https://www.theice.com/marketdata/reports/ReportCenter.shtml> (дата обращения: 20.07.2011); статистика внешней торговли РФ по данным ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/trade.htm&pid=svs&sid=vt](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/trade.htm&pid=svs&sid=vt) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

На протяжении 1999 – первой половины 2008 г. и с марта 2009 г. по настоящее время происходило укрепление реального обменного курса рубля. Одновременно с этим увеличивался импорт (см. рисунок 2), что можно объяснить следующими факторами:

- ✓ увеличение реального обменного курса означает относительное снижение стоимости импортных товаров, а значит – замещение потребления части российских товаров импортными;
- ✓ экономический рост, начавшийся в 1999 г., способствовал увеличению реальных доходов населения и предприятий (ежегодный прирост средней заработной платы в 2004 – 2008 гг. составлял от 22 до 28%, а средних размеров пенсионных

<sup>2</sup> За исключением периода с 2001 по 2004 г., когда физические объемы экспорта сырой нефти увеличивались в среднем на 15% в год.

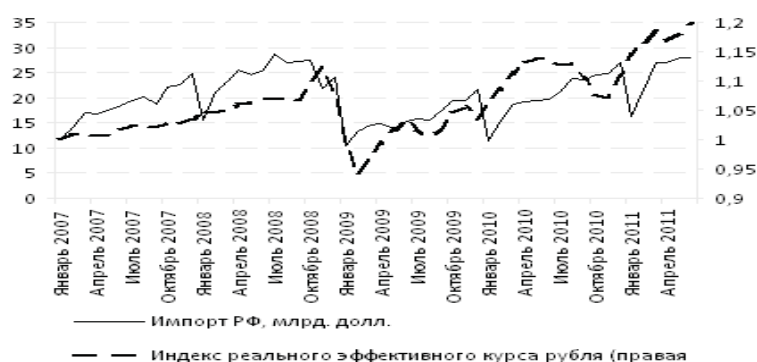
выплат – 15 – 20%<sup>3</sup>), что в предположении не слишком быстрого увеличения нормы сбережения также вызывает увеличение спроса на все виды товаров, включая импортные.

Наметившаяся в 2006 – 2007 гг. тенденция к росту импорта опережающими темпами по сравнению с экспортом вызывала сокращение торгового баланса и снижение сальдо притока валюты в страну за счет торговых операций. В то же время в 2007 году, предшествовавшем кризису, счет операций с капиталом и финансовыми инструментами стал столь же важным источником валютных поступлений, как и профицит счета текущих операций. По итогам 2007 года сальдо счета текущих операций составило 77,8 млрд долл., а сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами – 84,5 млрд долл. Отметим, что рост внешнего долга частного сектора, в результате которого формировалось значительное положительное сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, вызывал увеличение расходов на его обслуживание, что уменьшает сальдо текущего счета платежного баланса.

По мере посткризисного восстановления российской экономики импорт возобновил рост темпами, близкими к докризисным.

Рисунок 2

**Динамика индекса реального эффективного курса рубля и импорта из Российской Федерации в 2007 – первой половине 2011 гг.**



**Источники:** статистика по основным производным показателям обменного курса рубля [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind\\_11.htm&pid=svs&sid=analit](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_11.htm&pid=svs&sid=analit) (дата обращения 24.07.2011); статистика внешней торговли РФ по данным ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/trade.htm&pid=svs&sid=vt](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/trade.htm&pid=svs&sid=vt) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

<sup>3</sup> По данным Росстата [Электронный ресурс]. URL: [www.gks.ru](http://www.gks.ru) (дата обращения 23.07.2011).

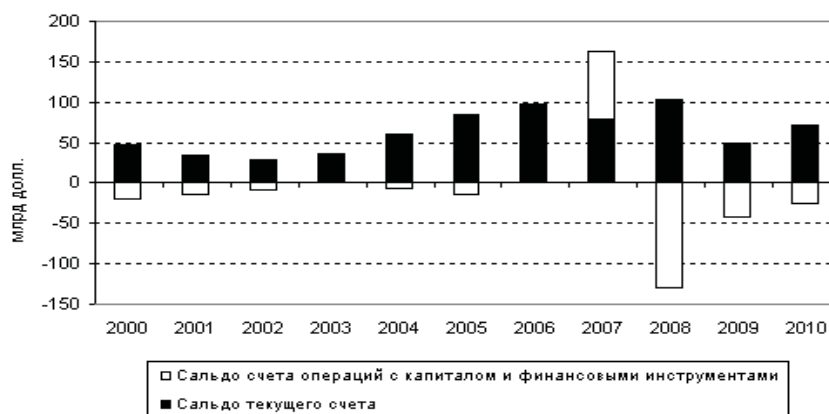


**Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами платежного баланса РФ.** С 2006 года сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами начинает вносить существенный вклад в динамику общего сальдо платежного баланса РФ (см. рисунок 3). До 2006 года основным фактором изменений по данному счету были выплаты по государственному внешнему долгу. Однако отрицательные значения счета операций с капиталом и финансовыми инструментами были несопоставимы по абсолютной величине с сальдо текущего счета платежного баланса.

Начиная с 2006 года, операции частного сектора начинают играть ведущую роль в динамике счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, а также вносить существенный вклад в определение общего сальдо платежного баланса РФ. В частности, если в 2005 году чистый приток частного капитала в РФ составлял 1,8 млрд долл., то в 2006 г. он достиг 41,5 млрд долл. На протяжении всех последующих лет сальдо операций частного сектора значительно превышало сальдо операций органов государственного управления, субъектов РФ и органов денежно-кредитного регулирования.

Рисунок 3

**Динамика основных счетов платежного баланса РФ в 2000 – 2010 гг.**



**Источник:** статистика платежного баланса РФ по данным ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/bal\\_of\\_paym\\_an\\_11.htm&pid=svs&sid=pbDK\\_an](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/bal_of_paym_an_11.htm&pid=svs&sid=pbDK_an) (дата обращения 23.07.2011); расчеты автора.

**Интервенционная политика ЦБ РФ.** Как видно из динамики международных резервов ЦБ РФ, в 1999 – 2005 гг. (см. рисунок 4) тенденция прироста резервов в целом соответствовала тенденции изменения торгового баланса. То есть Банк России частично монетизировал положительное общее сальдо платежного баланса РФ

(т.е. сумма текущего счета и счета операций с капиталом и финансовыми инструментами), формировавшееся на данном этапе в основном за счет внешней торговли. С 2005 – 2006 гг. и вплоть до кризиса, начавшегося во второй половине 2008 г., изменение резервов в отдельные месяцы превышало сальдо торгового баланса. Основная причина опережающего роста резервов заключается в притоке капитала в Россию, приводившего к поступлению дополнительной валюты на рынок, покупавшуюся ЦБ РФ.

Рисунок 4

### **Динамика сальдо торгового баланса Российской Федерации и международных резервов Центрального банка РФ в 1999 – начале 2011 гг.**



**Источник:** статистика по международным резервам ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/hd\\_base/mrrf/](http://cbr.ru/hd_base/mrrf/) (дата обращения 24.07.2011); статистика внешней торговли РФ по данным ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/trade.htm&pid=svs&sid=vt](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/trade.htm&pid=svs&sid=vt) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

На протяжении всего периода 1999 г. – первой половины 2008 г. увеличение международных резервов сопровождалось ростом денежной базы, что, в свою очередь, создавало монетарные предпосылки для инфляции. С точки зрения проведения денежно-кредитной политики, сложившаяся на денежном рынке ситуация поставила перед органами государственной власти проблему стерилизации увеличения денежного предложения либо через снижение других (помимо международных резервов) активов ЦБ (например, уменьшение чистого кредита коммерческим банкам), либо путем замещения денежной базы иными видами пассивов (например, в результате роста счетов Правительства в ЦБ РФ). Дополнительным стимулом для сдерживания роста денежного предложения являлось то, что одной из объявленных целей ЦБ РФ выступало снижение инфляции (до 4–5,5% к 2009 г.<sup>4</sup>).

<sup>4</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год.



Динамика прироста международных резервов ЦБ РФ (в рублях) и прироста денежной базы приведена на рисунке 5. Как видно из рисунка 5, увеличение международных резервов центрального банка, конвертированное в рубли по курсу на месяц покупки, в отдельные месяцы было выше увеличения денежной базы. Это означает, что частично стерилизация интервенций проводилась, прежде всего, за счет пополнения Стабилизационного фонда (впоследствии разделенного на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния), ставшего основным инструментом стерилизации валютных интервенций ЦБ РФ. Таким образом, в период, предшествовавший кризису 2008 – 2009 гг., валютные интервенции ЦБ РФ выступали в качестве основного канала роста денежной базы, а пополнение счетов Правительства РФ в ЦБ РФ, напротив, препятствовали ее чрезмерному расширению. При этом влияние на денежную базу за счет проведения ЦБ РФ кредитных операций с коммерческими банками практически не оказывалось, тогда как в развитых странах именно данный канала формирования денежного предложения играет основную роль.

Рисунок 5

**Динамика приростов международных резервов Центрального банка РФ и денежной базы в 2007 – начале 2011 гг.**



**Источник:** статистика по международным резервам ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/hd\\_base/mrrf/](http://cbr.ru/hd_base/mrrf/) (дата обращения 24.07.2011); статистика по денежной базе РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/MB.asp](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/MB.asp) (дата обращения 20.07.2011); статистика по обменному курсу российского рубля к долл. [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/currency\\_base/daily.aspx](http://cbr.ru/currency_base/daily.aspx) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

Основной причиной значительных валютных интервенций Банка России в предкризисный период было сдерживание укрепления рубля в номинальном выражении. Увеличение притока валюты в РФ за счет роста экспорта привело бы к более быстрому укреплению номинального обменного курса рубля в случае, если бы ЦБ РФ не участвовал в торгах на валютном рынке. Однако существенные объемы денежной эмиссии в результате валютных интервенций явились одним из факторов того, что значения индекса потребительских цен оставались высокими. В результате, несмотря на ограничения чрезмерного укрепления номинального курса национальной валюты, Банку России не удалось предотвратить укрепление рубля в реальном выражении.

Заметим, что рост цен на нефть помимо увеличения поступлений от экспорта также приводил к повышению доходов бюджетов всех уровней бюджетной системы вследствие как непосредственного увеличения ставок экспортных пошлин, так и роста поступлений основных налогов за счет общего оживления экономической активности, толчком к которому служит увеличение доходов и прибылей экспортоориентированных отраслей. Накопление профицита бюджета на счетах Правительства в ЦБ РФ использовалось для осуществления стерилизации покупки валюты ЦБ РФ. Сравним, как соотносились между собой масштабы стерилизации и изменения остатков на счетах органов государственной власти в ЦБ РФ.

Рисунок 6

**Динамика объема стерилизации покупки валюты Центральным банком РФ и изменения объема средств Правительства РФ в пассивах ЦБ в 2007 – начале 2011 гг.**



**Источник:** статистика по международным резервам ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/hd\\_base/mrrf/](http://cbr.ru/hd_base/mrrf/) (дата обращения 24.07.2011); статистика по денежной базе РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/MB.asp](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/MB.asp) (дата обращения 20.07.2011); статистика по балансу ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr\\_balance/balance\\_11.htm&pid=dkfs&sid=BBR](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr_balance/balance_11.htm&pid=dkfs&sid=BBR) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

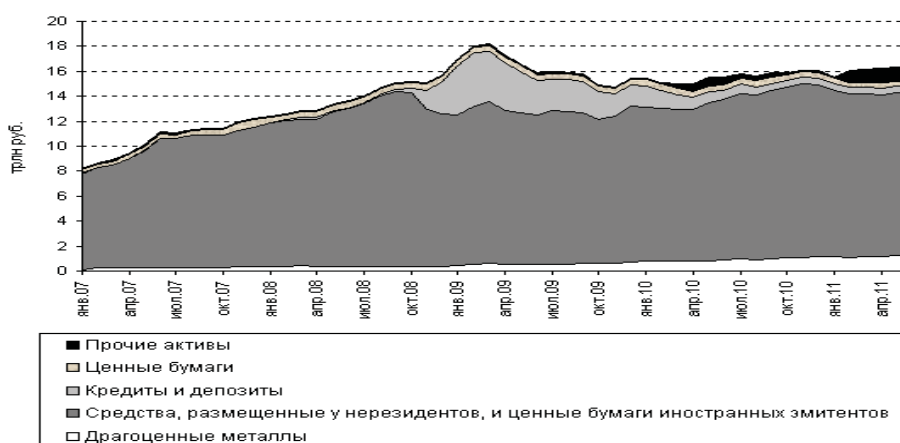


Динамика показателей, представленных на рисунке 6, указывает на то, что вплоть до наступления кризиса величина стерилизованных интервенций в значительной степени соответствовала изменению остатков на счетах бюджетной системы в органах денежно-кредитного регулирования. Перейдем теперь к анализу процесса формирования денежного предложения в кризисный и посткризисный периоды.

В конце 2008 – начале 2009 года Банк России проводил масштабные валютные интервенции, пытаясь предотвратить обесценение рубля в условиях быстрого снижения цен на нефть и масштабного оттока капитала. В результате за полгода объем международных резервов РФ сократился более чем на треть с 598 млрд долл. в августе 2008 года до 380 млрд долл. в феврале 2009 года. Из рисунка 7 можно заметить, что в период кризиса статья «средства, размещенные у нерезидентов, и ценные бумаги иностранных эмитентов», включающая в себя основную часть международных резервов, достаточно резко сократилась. Однако резкого сокращения денежного предложения (из-за уменьшения денежной базы) не произошло вследствие того, что Банк России начал активно кредитовать коммерческие банки. По мере выхода из кризиса банки возвращали средства, полученные в конце 2008 – начале 2009 гг., и доля кредитов, выданных банкам, в активах ЦБ вновь снизилась до минимальной.

Рисунок 7

**Динамика активов ЦБ РФ в 2007 – начале 2011 гг.**



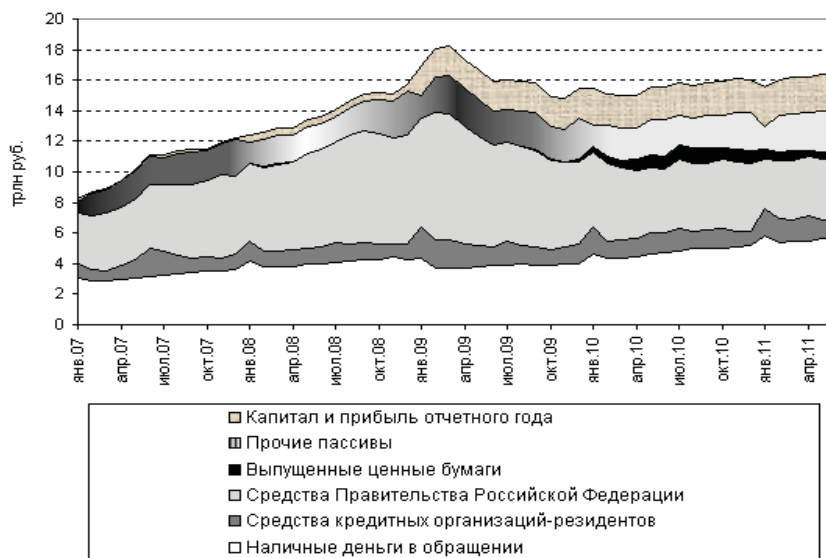
**Источник:** статистика по балансу ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr\\_balance/balance\\_11.htm&pid=dkfs&sid=BBR](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr_balance/balance_11.htm&pid=dkfs&sid=BBR) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.



На рисунке 8 хорошо видно, что во время кризиса сокращение денежной базы, складывающейся из суммы наличных денег в обращении, средств кредитных организаций-резидентов в ЦБ РФ и выпущенных облигаций Банка России, оказалось намного меньшим, чем снижение международных резервов ЦБ РФ.

Рисунок 8

**Динамика пассивов ЦБ РФ в 2007 – начале 2011 гг.**



**Источник:** статистика по балансу ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr\\_balance/balance\\_11.htm&pid=dkfs&sid=BBR](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr_balance/balance_11.htm&pid=dkfs&sid=BBR) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

Необходимо также отметить, что после окончания острой фазы кризиса продолжилось наблюдающееся вплоть до 2011 г. уменьшение средств Правительства РФ на счетах в ЦБ РФ. Фактически это отражает использование средств Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита, что приводит к увеличению денежной базы, так же, как и покупка Банком России иностранной валюты.

В 2009 году произошло качественное изменение валютной политики ЦБ РФ, заключающееся в снижении объема интервенций на валютном рынке по сравнению с предыдущими годами, что согласуется с целью «перехода к свободному плаванию рубля», заявленной в Основных направлениях денежно-кредитной политики. Тем не менее, официальные данные свидетельствуют о том, что в моменты наиболее серьезного укрепления номинального курса рубля к бивалютной корзине



ЦБ РФ по-прежнему прибегал к значительным интервенциям, в то же время, не вмешиваясь в функционирование валютного рынка в периоды ослабления рубля (см. рисунок 9).

Рисунок 9

**Валютные интервенции ЦБ РФ и динамика рублевой стоимости бивалютной корзины в августе 2008 – июне 2011 г.**



**Источник:** статистика по интервенциям ЦБ РФ на валютном рынке [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/hd\\_base/VALINT.asp](http://cbr.ru/hd_base/VALINT.asp) (дата обращения 24.07.2011); статистика по обменному курсу российского рубля к долл. и евро [Электронный ресурс]. URL: [http://cbr.ru/currency\\_base/daily.aspx](http://cbr.ru/currency_base/daily.aspx) (дата обращения 20.07.2011); расчеты автора.

Как мы отмечали ранее, в 2011 году продолжался отток частного капитала из РФ. В том случае, если бы Россия вновь столкнулась с притоком капитала, повышенное давление на рубль было бы значительно более сильным, и Банк России, скорее всего, проводил бы интервенции в больших масштабах, что вызвало бы более высокие темпы роста денежного предложения.

В настоящее время на динамику денежного предложения в РФ ключевое воздействие оказывают два основных фактора. Во-первых, сокращение интервенций ЦБ РФ на валютном рынке вызывает уменьшение влияния на денежное предложение платежного баланса РФ. Во-вторых, бюджетно-налоговая политика определяет изменение остатков Правительства РФ на счетах в Банке России. В частности, пока Правительство не расходует средства Резервного фонда, что наряду с небольшими интервенциями ЦБ РФ обуславливает сохранение денежной базы по итогам первого полугодия 2011 г. практически неизменной.

Итак, на протяжении 2000-х гг. можно выделить три этапа, значительно отлича-

ющихся по каналам формирования денежного предложения в России. На первом этапе вплоть до начала 2009 г. Банк России проводил активные интервенции на валютном рынке, до начала кризиса сдерживая номинальное укрепление рубля, а во время острой фазы кризиса предотвращая быстрое его ослабление. В результате до кризиса наблюдалось чрезвычайно быстрое увеличение денежной базы, которое в конце 2008 – начале 2009 гг. резко замедлилось. Однако значительного снижения денежной базы не произошло, так как начался второй этап в процессе формирования денежного предложения, связанный с активным кредитованием Банком России коммерческих банков в кризисный период. Кроме того, Правительство начало быстро расходовать средства Резервного фонда, что также поддерживало расширение денежного предложения. Данный этап закончился к середине 2010 г., когда кредитные организации вернули ЦБ РФ практически все взятые в кризис кредиты, а расходование Резервного фонда замедлилось. На третьем этапе, продолжающемся вплоть до настоящего времени, денежное предложение росло значительно медленнее, чем до кризиса, несмотря на высокие цены на основные товары российского экспорта и сохранение Резервного фонда на практически неизменном уровне. Как мы показали, такая ситуация во многом является следствием значительно меньших интервенций Банка России на валютном рынке. Такая политика ЦБ РФ согласуется (в отличие от политики на предыдущих двух этапах) с его намерением перейти к режиму таргетирования инфляции, при котором основным инструментом влияния на денежное предложение являются процентные ставки ЦБ РФ по кредитам (в случае значительного объема рефинансирования банковской системы по каналам Банка России) и депозитам, а операции на валютном рынке проводятся лишь для сглаживания избыточной волатильности курса национальной валюты.

### БИБЛИОГРАФИЯ:

Badarudin, Zatul E. , Khalid, Ahmed M. and Ariff, Mohamed “Money supply behaviour in emerging economies: a comparative analysis”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, 14: 4, 331 — 350, 2009.

Brunner, K. and Meltzer, A.H., *Handbook of Monetary Economics*, Vol. I, Ch. 9, Money Supply, Edited by B.M. Friedman and F.H. Hahn. Elsevier Science Publisher B.V., 1990.

Clarida, R., Gali, J., Gertler, M., “Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory”, *Quarterly Journal of Economics* 115, 147–180 (2000).

Modigliani and Papademos, *Handbook of Monetary Economics*, Vol. I, Ch. 10, The Supply of Money and the Control of Nominal Income, Edited by B.M. Friedman and F.H. Hahn. Elsevier Science Publisher B.V., 1990.

Vymyatnina Yulia, “How much control does Bank of Russia have over money supply?” *Research in International Business and Finance* 20 (2006) 131–144.

Статистические данные ЦБ РФ. [Электронный ресурс]. URL: <http://cbr.ru/statistics/>

Статистические данные Росстата. [Электронный ресурс]. URL: <http://gks.ru>

