

## ПУБЛИКАЦИИ МОЛОДЫХ АВТОРОВ

---

---

**Д.В. ЛИМИН**

аспирант кафедры макроэкономической политики и стратегического управления МГУ имени М.В. Ломоносова

### **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ПЕРЕХОДА ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ РФ, УКРАИНЫ И КАЗАХСТАНА К РЕЖИМУ ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА ИХ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ**

В работе исследуются последствия перехода в 2014–2015 гг. центральных банков России, Украины и Казахстана к плавающему валютному курсу. Проведен сравнительный анализ последствий изменений валютной политики данных стран и их влияния на темпы инфляции, на состояние платежного баланса и их международных резервов. Показано, что переход к политике плавающего курса позволил урегулировать платежный баланс РФ, Украины и Казахстана без расходования золотовалютных резервов их центральных банков. Однако повышенная волатильность обменных курсов привела к росту темпов инфляции во всех трех странах. Для достижения заданных показателей по уровню инфляции центральные банки ужесточали кредитно-денежную политику, что позволило сократить темпы роста цен к 2019 г., но рост цен на сырьевых рынках и рост геополитической напряженности в 2021–2022 гг. вновь привели к ускорению темпов роста инфляции.

В статье обосновывается целесообразность сохранения Банком России политики плавающего курса, при наличии возможности его корректировки с помощью валютных интервенций и при соблюдении четких условий их проведения.

**Ключевые слова:** валютный курс, режим плавающего курса, инфляция, платежный баланс, кредитно-денежная политика.

JEL: E52, E58.

DOI: 10.52180/2073-6487\_2022\_5\_131\_145.

## Введение

Валютная политика оказывает значительное влияние на объемы экспорта и импорта, на показатели платежного баланса и на уровень цен. От выбора ее модели зависит скорость адаптации экономики к международным шокам и чувствительность к ним. Поэтому возникает необходимость оценить влияние изменения режимов валютного курса на динамику этих макроэкономических показателей, играющих важную роль в обеспечении устойчивого экономического развития стран.

В работе представлен анализ последствий перехода в 2014–2015 гг. экономик трех стран бывшего СССР – России, Украины и Казахстана – к плавающему валютному курсу, рассмотрено влияние изменений валютной политики на динамику индекса потребительских цен, на показатели международных резервов и платежного баланса.

При разработке и формировании денежно-кредитной политики важно учитывать негативные последствия перехода к плавающему валютному курсу, а также взаимодействие валютной и денежно-кредитной политики. Без их координации Центральному Банку труднее добиться стабилизации валютного рынка и достижения намеченных показателей по инфляции. В условиях высоких темпов роста цен, большой волатильности обменного курса рубля важно также учитывать, как денежная и валютная политика регулятора влияла на макроэкономические показатели. Исследованию этих вопросов и посвящена данная работа.

## Обзор литературы

После перехода к политике плавающего валютного курса центральные банки вводили режим таргетирования инфляции, в результате чего возникали различные макроэкономические эффекты.

В эмпирических работах, изучающих связь инфляционного таргетирования и валютной политики в контексте результативности проводимой политики валютного курса, исследователи выделяют как плюсы инфляционного таргетирования, так и его минусы. Так, Ф.С. Картаев и Ю.И. Якимова [2] приходят к выводу, что инфляционное таргетирование снижает эффект переноса колебаний валютного курса на уровень инфляции как за счет собственно снижения уровня цен, так и за счет того, что при стабильном уровне цен фирмы заключают контракты в местной валюте и менее чувствительны к шокам валютного курса.

Однако Дж. Корсетти и соавторы [6] показывают, что следование политике инфляционного таргетирования снижает результа-

тивность валютной политики в плане сглаживания международных шоков. Авторы построили теоретическую модель и на ее основе показали развитие событий при шоках в ЕС. В результате внешнего шока Центральному Банку необходимо понизить ставки кредитования для стимулирования выпуска. Однако снижение ставок ведет к росту предложения денег и росту цен, что противоречит целям, намеченным по таргетированию инфляции. В данной ситуации у Центрального Банка возникают проблемы при проведении денежной политики. Авторы отмечают, что целесообразнее таргетировать не инфляцию потребителя, а инфляцию производителя, учитывать именно изменения издержек производства. В таком случае, как показали модели авторов, политика плавающего валютного курса будет более результативной в сглаживании шоков. Однако при этом необходимо отметить, что общеэкономической практикой в современных условиях является оценка динамики уровня инфляции по среднегодовому изменению индексов потребительских цен. Поэтому и таргеты по инфляции устанавливаются именно по таким показателям во всех странах, которые используют инфляционное таргетирование, что делает рекомендации Дж. Корсетти и соавторов весьма проблематичными в плане их практического использования в антиинфляционной политике.

Проводимая Центральным Банком политика по сдерживанию темпов инфляции может вступать в противоречие с валютной политикой. В статье Е.Р. Надоршина и В.Г. Ворониной [4] приведен анализ курсовой политики Центрального Банка России за период 1999–2003 гг. Особое внимание уделено рассмотрению различных целей Банка и проводимых им мер валютной и кредитно-денежной политики. Авторы отмечают, что в 2000–2002 гг. наблюдался конфликт между целью по фиксированию обменного курса рубля и замедлению инфляции. Центральный Банк покупал иностранную валюту для сдерживания укрепления курса рубля, вызванного ростом цен на нефть, для поддержки конкурентоспособности экспортных товаров. Данная политика увеличивала объем рублевой денежной массы и приводила к повышению уровня цен, что противоречило целям кредитно-денежной политики. В результате эффективность антиинфляционной политики была низкой, а и фактические показатели инфляции превышали прогнозные значения. Используя эконометрическое моделирование, авторы оценивают влияние курсовой политики на макроэкономические показатели. Обнаружено, что сдерживание укрепления рубля вело к повышению уровня цен. Также отмечается негативная связь между валютной политикой и реальными располагаемыми доходами населения. Авторы отмечают, что намеренное занижение курса рубля приво-

дило к росту цен на импортные товары, что негативно сказывалась на покупательной способности населения. Однако статистически значимого воздействия валютной политики на объем инвестиций и промышленного производства не обнаружено. Положительным результатом проводимой политики стало наращивание валютных резервов. В 2003 г. Центральный Банк отказался от политики ослабления рубля и не стал препятствовать его укреплению. Авторы отмечают целесообразность данного шага, который позволил большее внимание уделить антиинфляционной политике.

Дж. Корсетти, А. Мейер, Дж. Мюллер [7], учитывая режим валютного курса, величины долга и состояния финансовых рынков, анализируют влияние фискальных стимулов на макроэкономические показатели в развитых странах. Авторы заключают, что при плавающем валютном курсе, низком уровне долга и отсутствии финансового кризиса рост государственных расходов оказывает незначительное влияние на макроэкономическую динамику, наблюдается снижение инвестиций и ослабление реального обменного курса национальной валюты. При фиксированном курсе рост государственных расходов ведет к большему дефициту счета текущих операций, не наблюдается ослабления реального курса валюты. Также обнаружено, что фискальные стимулы более эффективны при фиксированном курсе валюты.

В работе Т.А. Агаповой [1, с. 173] механизм взаимодействия валютной политики и фискальной политики рассмотрен более подробно. При проведении бюджетно-налоговой политики за счет долгового финансирования не исключен рост инфляции из-за возросших государственных расходов. Поэтому для предотвращения роста цен Центральный Банк ограничивает предложение денег в экономике, что ведет к росту процентных ставок. Высокие процентные ставки делают более выгодными вложения в ценные бумаги данной страны, что ведет к активизации притока капитала в экономику страны. Для покупки активов необходима валюта, происходит ее удорожание из-за возросшего спроса. Повышение курса национальной валюты приводит к снижению экспорта и росту импорта, чистый экспорт сокращается, что может приводить к ухудшению состояния платежного баланса. В компаниях, которые производят экспортные товары или конкурируют с импортом, снижается выпуск, что, в свою очередь, ведет к падению занятости и росту безработицы. Таким образом, воздействие фискальных стимулов на динамику ВВП в экономике может быть ослаблено за счет увеличения чистого экспорта, вызванного ростом курса национальной валюты.

## Влияние перехода к плавающему курсу на макроэкономические показатели России, Украины и Казахстана

При проведении политики плавающего валютного курса Центральному Банку нет необходимости расходовать международные резервы страны для проведения интервенций на валютном рынке, что позволяет сохранить активы для сглаживания кризисных процессов в будущем. Далее в статье проанализирована динамика международных резервов РФ, Украины и Казахстана после перехода к рыночному формированию валютного курса. Показатели резервов на апрель 2015 г. и декабрь 2021 г. представлены в табл. 1.

Таблица 1

### Международные резервы РФ, Украины и Казахстана, млрд долл.

	Апрель 2015 г.*	Декабрь 2021 г.
Россия	355,3	622,8
Украина	5,63	30,5
Казахстан	98,89	89,7

\* до марта–апреля 2015 г. центральные банки РФ и Украины проводили значительные валютные интервенции и сокращали резервы, апрель 2015 г. взят для наблюдения чистого эффекта воздействия политики плавающего курса на величину международных резервов.

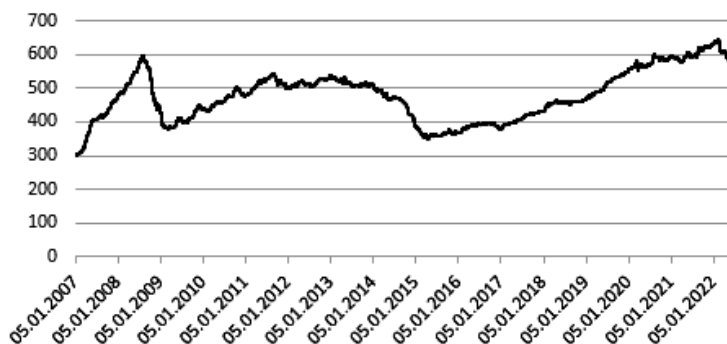
*Источники:* Центральный Банк РФ. Международные резервы Российской Федерации, январь 2007 – ноябрь 2021. [https://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/mrrf\\_7d/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2007&UniDbQuery.To=11.2021](https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_7d/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2007&UniDbQuery.To=11.2021) (дата обращения: 27.09.2022); Черненко Л. Золотовалютные резервы Казахстана снизились в 2021 году // *Zakon.kz*, 31.01.22. <https://www.zakon.kz/6005740-zolotovaliutnye-rezervy-kazakhstan-snizilis-v-2021-godu.html> (дата обращения: 27.09.2022); Министерство финансов Украины. Золотовалютные резервы Украины. <https://index.minfin.com.ua/finance/assets> (дата обращения: 27.09.2022).

Переход к политике плавающего курса позволил избежать расходования валютных резервов России и привел к их значительному росту. На рис. 1 ниже представлена динамика международных резервов страны с 2007 г. по июнь 2022 г.<sup>1</sup> В 2014 г. – начале 2015 г. наблюдается их снижение, после апреля 2015 г. резервы начинают увеличиваться. С этого момента по ноябрь 2021 г. они выросли на 75%, или на 266,3 млрд долл. в абсо-

<sup>1</sup> Центральный Банк РФ. Международные резервы Российской Федерации, январь 2007 г. – ноябрь 2021 г. [https://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/mrrf\\_7d/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2007&UniDbQuery.To=11.2021](https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_7d/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2007&UniDbQuery.To=11.2021) (дата обращения: 27.09.2022).

лютом выражении. Рост резервов позволит в будущем Центральному Банку проводить интервенции для стабилизации валютного рынка при возникновении кризисных ситуаций. Новые геополитические условия создают относительные ограничения для использования Центральным Банком этого инструмента, но это не отменяет возможность проводить интервенции по мере необходимости.

Следование политике плавающего валютного курса позволило избежать расходования резервов в 2015 г. во время экономического кризиса, а во время финансового кризиса 2008–2009 гг., когда Центральный Банк придерживался политики фиксированного валютного курса (см. рис. 1), резервы сократились на 37% (с августа 2008 г. по март 2009 г.).



Источник: Центральный Банк РФ. Международные резервы Российской Федерации, январь 2007 – июнь 2022. [https://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/mrrf\\_7d/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2007&UniDbQuery.To=06.2022](https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_7d/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2007&UniDbQuery.To=06.2022) (дата обращения: 27.09.2022).  
Рис. 1. Международные резервы России с января 2007 г. по июнь 2022 г., млрд долл.

Однако после февраля 2022 г. международные резервы ЦБ РФ сократились в связи с тем, что из-за геополитических ограничений часть из них была заблокирована (порядка 300 млрд долл.). Также снижение было обусловлено отрицательной переоценкой активов<sup>2</sup>. Данные меры значительно ограничили возможности Центрального Банка в проведении валютных интервенций. В результате с 1 марта 2022 г. ЦБ РФ не проводил операций на внутреннем валютном рынке<sup>3</sup>.

После перехода к политике плавающего валютного курса международные резервы Украины также значительно выросли. На 1 декабря 2021 г. они составляли 30,5 млрд долл., тогда как в начале апреля

<sup>2</sup> Международные резервы ЦБ России сократились за неделю на \$6,4 млрд // Ведомости, 19.05.22. <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2022/05/19/922748-rezervi-tsb-rossii-sokratilis> (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>3</sup> Центральный Банк РФ. Данные по операциям Банка России на внутреннем валютном рынке (ежедневно) с 1 февраля по 23 июня 2022. [https://www.cbr.ru/hd\\_base/valintbr/valvol\\_day/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.02.2022&UniDbQuery.To=23.06.2022](https://www.cbr.ru/hd_base/valintbr/valvol_day/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.02.2022&UniDbQuery.To=23.06.2022) (дата обращения: 27.09.2022).

2015 г. – только 5,625 млрд долл. Международные резервы Казахстана за аналогичный период снизились с 98,89 млрд долл. до 89,7 млрд долл. [4]. Данные изменения можно объяснить выплатой государственного долга и валютными интервенциями Национального Банка Казахстана<sup>4</sup>. Поддержка курса национальной валюты требовала расходов международных резервов, что в итоге привело к их снижению.

В отличие от ЦБ РФ, у которого были ограничены возможности для продажи международных резервов из-за санкций, Национальный Банк Украины после февраля 2022 г. проводил интервенции на валютном рынке для поддержания курса гривны<sup>5</sup>.

С 2014 г. значительно сократилась доля нефтегазовых доходов федерального бюджета России<sup>6</sup> (с 51,3% в 2014 г. до 28% в 2020 г.), что было обусловлено падением экспортных цен (см. табл. 2).

В 2021 г. доля нефтегазовых доходов выросла до 36% за счет повышения цен на нефть, вызванного восстановлением мировой экономики после пандемии COVID-19 [3].

Последующее повышение цен на нефть и снижение нефтегазовых доходов федерального бюджета, вызванное сокращением сборов НДС, привели к росту доли нефтегазовых доходов – в апреле 2022 г. она составила 63,1%<sup>7</sup>.

Падение цен на нефть привело к снижению доходов федерального бюджета России и увеличению дефицита до 3,5% ВВП в 2016 г. Казахстан также пострадал от понижения сырьевых цен, что привело к увеличению дефицита бюджета в 2015 г., однако он составлял значительно меньшую долю ВВП страны по сравнению с РФ и Украиной (см. табл. 3).

В 2020 г., в связи с пандемией Covid-19, РФ, Украина и Казахстан увеличили расходы бюджета на здравоохранение и социальное обеспечение, что привело к дефициту бюджета во всех трех странах. Финансирование бюджетных дефицитов, даже в том случае, когда оно осуществляется долговым способом, создает риски повышения инфляционного давления в экономике, а это, в свою очередь, может способствовать ослаблению национальных валют.

<sup>4</sup> Международные резервы Нацбанка РК в марте снизились // Forbes, 28.04.22. [https://forbes.kz/finances/v\\_marte\\_snizilis\\_mejdunarodnyie\\_rezervyi\\_natsbanka\\_rk](https://forbes.kz/finances/v_marte_snizilis_mejdunarodnyie_rezervyi_natsbanka_rk) (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>5</sup> Министерство финансов Украины. Результаты валютных интервенций НБУ. <https://index.minfin.com.ua/banks/nbu/intervention> (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>6</sup> Министерство финансов РФ. Краткая информация об исполнении федерального бюджета с 2006 по 2021 год. [https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/execute/?id\\_65=80041-yezhegodnaya\\_informatsiya\\_ob\\_ispolnenii\\_federalnogo\\_byudzheta\\_dannye\\_s\\_1\\_yanvarya\\_2006\\_g.#](https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/execute/?id_65=80041-yezhegodnaya_informatsiya_ob_ispolnenii_federalnogo_byudzheta_dannye_s_1_yanvarya_2006_g.#) (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>7</sup> Апрель в дефиците // Коммерсант, 17.05.2022. <https://www.kommersant.ru/doc/5356123> (дата обращения: 27.09.2022).

Таблица 2

## Нефтегазовые доходы федерального бюджета

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Доходы, всего, млрд руб.	13 019,9	14 496,9	13 659,2	13 460	15 088,9	19 454,4	20 188,8	18 719,1	25 286,4
Нефтегазовые доходы, млрд руб.	6 534,00	7 433,80	5 862,70	4844,00	5 971,90	9 017,80	7 924,30	5 235,245	9 056,5
Доля нефтегазовых доходов в общих доходах федерального бюджета, %	50,20	51,30	42,90	36,00	39,60	46,40	39,30	27,97	35,82

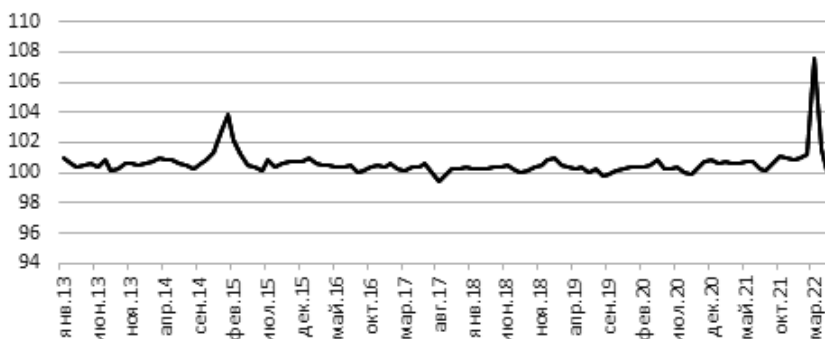
Источник: Официальный сайт Министерства финансов РФ, Ежегодная информация об исполнении федерального бюджета. [https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/execute/?id\\_65=80041-yezhegodnaya\\_informatsiya\\_ob\\_ispolnenii\\_federalnogo\\_byudzhetadannye\\_s\\_1\\_uanvarya\\_2006\\_g.#](https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/execute/?id_65=80041-yezhegodnaya_informatsiya_ob_ispolnenii_federalnogo_byudzhetadannye_s_1_uanvarya_2006_g.#) (дата обращения: 27.09.2022).



**Сальдо федерального бюджета РФ, государственного бюджета  
Украины и Казахстана, в % от ВВП, 2014–2021 гг.**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Россия	-0,4	-2,4	-3,5	-1,4	2,6	1,8	-3,8	0,4
Украина	-5,0	-2,3	-2,9	-1,6	-1,6	-2,0	-5,2	-3,6
Казахстан	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	-1,0	-0,1

*Источники:* Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан. Основные социально-экономические показатели Республики Казахстан. [https://stat.gov.kz/for\\_users/dynamic](https://stat.gov.kz/for_users/dynamic) (дата обращения: 27.09.2022); Министерство финансов Украины. Государственный бюджет Украины. <https://index.minfin.com.ua/finance/budget/gov> (дата обращения: 27.09.2022); Росстат. Профицит, дефицит (-) консолидированного и федерального бюджетов Российской Федерации. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/gos\\_fin.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/gos_fin.xls) (дата обращения: 27.09.2022).



*Источник:* Росстат, Помесечный индекс потребительских цен на товары и услуги. <https://fedstat.ru/indicator/31074> (дата обращения: 27.09.2022).

*Рис. 2.* Динамика индекса потребительских цен на товары и услуги в РФ по месяцам, январь 2013 г. – май 2022 г.

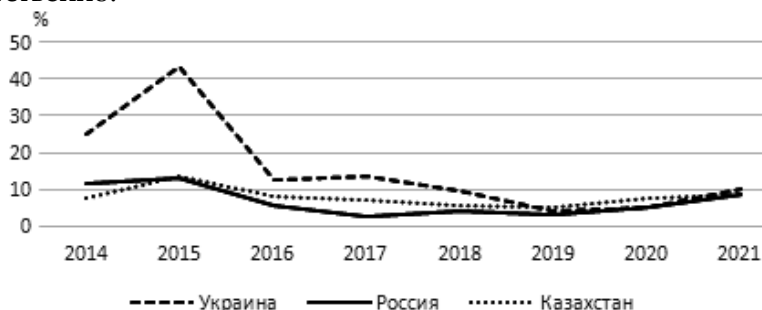
В конце 2014 г. – начале 2015 г. в РФ наблюдается резкий рост темпов инфляции, вызванный падением курса рубля (см. рис. 2)<sup>8</sup>. В январе 2015 г. Росстат зафиксировал рост индекса потребительских цен за месяц на 3,85%; за весь 2015 г. рост потребительских цен на товары и услуги составил 12,91%. Однако позднее происходит относительная стабилизация динамики уровня инфляции (до сентября 2021 г.), что связано с переходом к ее таргетированию (вблизи 4% в год).

Ослабление рубля в марте 2022 г. и нарушение цепочек поставок товаров привели к резкому повышению темпов инфляции в РФ – до

<sup>8</sup> Росстат. Помесечный индекс потребительских цен на товары и услуги. <https://fedstat.ru/indicator/31074> (дата обращения: 27.09.2022).

7,61% за месяц<sup>9</sup>. Последующее укрепление рубля и снижение потребительского спроса обусловило относительное снижение месячных темпов инфляции в апреле–мае 2022 г., хотя к осени 2022 г. темп инфляции в годовом выражении составил более 14%, а к концу 2022 г., по прогнозным оценкам, он приблизится к 11–13%, то есть сохранится на достаточно высоком уровне<sup>10</sup>.

Рост цен, связанный с ослаблением национальной валюты, также наблюдался на Украине и в Казахстане (см. рис. 3), при этом темпы инфляции в Украине значительно превышали аналогичные показатели РФ и Казахстана: в 2015 г. индекс потребительских цен на Украине составил 43,3%, тогда как в России и Казахстане только 12,9 и 13,5% соответственно.



Источники: Министерство финансов Украины. Сводная таблица индексов потребительских цен с 2000 по 2022 г. <https://index.minfin.com.ua/economy/index/inflation> (дата обращения: 27.09.2022); Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан. Инфляция в Республике Казахстан. <https://www.gov.kz/memleket/entities/stat/press/news/details/308960?lang=ru> (дата обращения: 27.09.2022); Росстат. Индексы потребительских цен по Российской Федерации в 1991–2021 гг. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind\\_potreb\\_cen\\_12.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_potreb_cen_12.html) (дата обращения: 27.09.2022).

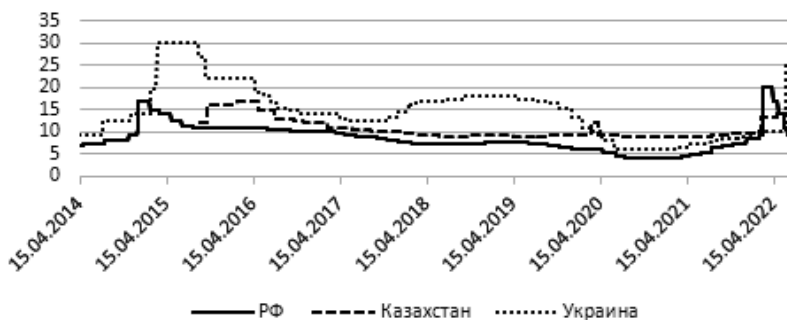
Рис. 3. Индекс потребительских цен в 2014–2021 гг. в России, Украине и Казахстане.

Однако политика инфляционного таргетирования в данных странах позволила в дальнейшем снизить темпы роста цен. В 2019 г. показатели инфляции во всех трех экономиках были ниже 5%, а темпы роста цен у них были близки к целевым показателям инфляции: ЦБ РФ ставил цель в 4%<sup>11</sup>, Нацбанк Украины считал целевым показателем

<sup>9</sup> Информационно-аналитический комментарий об инфляции в Приволжском федеральном округе в марте 2022 года // ЦБ, 15.04.22.

<sup>10</sup> Центральный Банк РФ. Динамика потребительских цен, август 2022 года. [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42336/CPD\\_2022-08.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42336/CPD_2022-08.pdf) (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>11</sup> Центральный Банк РФ. Цели и принципы денежно-кредитной политики. [https://www.cbr.ru/dkp/objective\\_and\\_principles](https://www.cbr.ru/dkp/objective_and_principles) (дата обращения: 27.09.2022).



Источники: Центральный Банк РФ. Ключевая ставка Банка России. [https://www.cbr.ru/hd\\_base/KeyRate](https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate) (дата обращения: 27.09.2022); Министерство финансов Украины. Учетная ставка НБУ 2022. <https://index.minfin.com.ua/banks/nbu/refinance> (дата обращения: 27.09.2022); Базовая ставка Национального Банка РК с 2015 по 2022. [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=36378707&pos=8;-110#pos=8;-110](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=36378707&pos=8;-110#pos=8;-110) (дата обращения: 27.09.2022).

Рис. 4. Ключевая ставка ЦБ РФ, базовая ставка Нацбанка Казахстана, учетная ставка Нацбанка Украины с апреля 2014 г. (дата перехода к политике плавающего курса) – по июнь 2022 г.

инфляции 5%<sup>12</sup>, а Нацбанк Казахстана установил целевой коридор в 4–6% на 2021–2022 гг.<sup>13</sup>

Во всех трех странах центральные банки отреагировали ужесточением кредитно-денежной политики на ускорение темпов инфляции после перехода к политике плавающего валютного курса. Динамика ключевых ставок за период с апреля 2014 г. по июнь 2022 г. представлена на рис. 4. Для Казахстана базовая ставка Нацбанка определяется с сентября 2015 г. Наиболее значительным был рост учетной ставки на Украине в марте 2015 г., когда Национальный Банк повысил ее до 30%. Темпы инфляции в РФ и Казахстане были меньше в 2015–2016 гг., поэтому ключевые ставки в этих странах были на более низких уровнях.

В начале 2022 г. регуляторы всех трех стран ужесточили денежную политику для борьбы с ускорением темпов инфляции, вызванным ростом сырьевых цен, геополитической напряженностью и нарушением логистических цепочек. Последующее снижение темпов инфляции в РФ позволило с 11 апреля 2022 г. начать снижать ключевую ставку для улучшения условий кредитования в экономике<sup>14</sup>. Национальный Банк Украины повысил ключевую ставку только в 2 июня для замедле-

<sup>12</sup> ЦБ Украины допускает краткосрочное отклонение инфляции от целевого уровня // Reuters, 10.09.20. <https://www.reuters.com/article/orubs-ukraine-cenbank-idRUKBN2611WJ-ORUBS> (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>13</sup> Национальный Банк Казахстана. Денежно-кредитная политика. <https://www.nationalbank.kz/ru/links/dkr> (дата обращения: 27.09.2022).

<sup>14</sup> Банк России решил снизить ключевую ставку до 17% годовых // Интерфакс, 8.04.2022. <https://www.interfax.ru/business/833852> (дата обращения: 27.09.2022).

ния темпов инфляции, одной из основных причин которой является рост цен на топливо<sup>15</sup>.

Стоит также отметить, что переход к политике плавающего курса позволяет урегулировать состояние платежного баланса без необходимости расходовать средства международных резервов. Снижение нефтяных цен ведет к относительному уменьшению его активного сальдо для РФ, однако Центральному Банку нет необходимости проводить интервенции по поддержке курса рубля при режиме его плавания.

Для Казахстана и Украины в 2021 г. наблюдался дефицит текущего счета платежного баланса (см. табл. 4). Если дефицит платежного баланса Казахстана по сравнению с 2020 г. снизился с 3,8% до 3% ВВП, то профицит платежного баланса Украины, составлявший в 2020 г. 3,3% ВВП, сменился дефицитом в размере 1,1% ВВП в 2021 г.

Таблица 4

**Состояние платежного баланса по счету текущих операций России, Украины и Казахстана, в % ВВП, 2014–2021 гг.**

	2014	2015	2016	2017 г.	2018	2019	2020	2021
Россия	2,8	5,0	1,9	2,0	7,0	3,9	2,4	6,9
Украина	-3,9	1,7	-1,5	-2,2	-3,3	-2,7	3,3	-1,1
Казахстан	2,8	-3,3	-5,9	-3,1	-0,1	-4,0	-3,8	-3,0

*Источник:* World Economic Outlook, 2022. april.p.156, 157. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> (дата обращения: 27.09.2022).

В связи с тем, что Украина является импортером нефти и нефтепродуктов, а Казахстан – экспортером данных товаров, то рост цен на энергоносители в 2021 г. привел к увеличению экспорта для Казахстана и импорта для Украины, к относительному сокращению дефицита платежного баланса по текущему счету в Казахстане и ухудшению сальдо платежного баланса Украины по текущему счету. В РФ в 2021 г. актив по текущему счету платежного баланса возрос преимущественно за счет роста цен на энергоносители.

<sup>15</sup> В НБУ говорят, что в мае инфляция продолжила расти // Министерство финансов Украины, 02.06.2022. <https://minfin.com.ua/2022/06/02/86461612> (дата обращения: 27.09.2022).

## Заключение

Представленный выше анализ последствий перехода России, Украины и Казахстана в 2014–2015 гг. к плавающему валютному курсу, проведенный на основе официальных статистических данных, показал, что изменение валютной политики позволило сохранить и увеличить международные резервы первых двух стран, что объясняется отсутствием необходимости использовать эти резервы для валютных интервенций. Сокращение международных резервов Казахстана (на 9,3% с апреля 2015 г.) может объясняться продолжением валютных интервенций.

Ослабление контроля над курсом национальных валют во всех трех странах привело к росту темпов инфляции, но в дальнейшем центральным банкам удалось их довести до целевых значений за счет следования политике инфляционного таргетирования. Для достижения заданных таргетов центральные банки РФ, Украины и Казахстана прибегали к ужесточению кредитно-денежной политики и повышению ключевых ставок.

Геополитические конфликты, рост цен на нефть и газ, нарушение цепочек поставок в 2021–2022 гг. стали причинами ускорения темпов инфляции в рассматриваемых странах, поэтому для сглаживания негативных последствий колебаний валютных курсов и их влияния на темпы инфляции центральным банкам, возможно, придется проводить ограниченные валютные интервенции. Важно отметить, что предсказуемость действий центрального банка позволит лучше управлять ожиданиями населения и инвесторов относительно инфляции, поэтому целесообразно определить четкие условия осуществления интервенций.

В 2022 г. при усилении волатильности национальных валют центральные банки РФ, Казахстана и Украины прибегали к разным инструментам для стабилизации валютного рынка. Национальные банки Украины и Казахстана проводили валютные интервенции<sup>16</sup>, тогда как ЦБ РФ ввел ограничения на движение капитала (в феврале 2022 г.), однако последующее снижение импорта и укрепление рубля позволили регулятору их ослабить. Из трех рассматриваемых стран только в РФ курс рубля с марта 2022 г. был свободно плавающим из-за ограничения возможностей проведения Центральным Банком РФ валютных

---

<sup>16</sup> В марте Нацбанк провел валютные интервенции на \$990,5 млн//Kapital.kz, 01.04.22. <https://kapital.kz/finance/104205/v-marte-natsbank-provel-valyutnyye-interventsii-na-990-5-mln.html> (дата обращения: 27.09.2022); Министерство финансов Украины. Результаты валютных интервенций НБУ. <https://index.minfin.com.ua/banks/nbu/intervention>. (дата обращения: 27.09.2022).

интервенций, тогда как в двух других экономиках таких санкционных ограничений не было.

В Российской Федерации переход к режиму плавающего курса рубля с 2014 г. позволил получить положительный эффект для состояния ее платежного баланса и динамики официальных валютных резервов, а также для снижения степени зависимости экономики от шоков мировых цен на нефть, что проявилось в снижении доли нефтегазовых доходов в общем объеме доходов федерального бюджета Российской Федерации.

Для повышения результативности валютной политики Банку России было бы целесообразно проводить политику плавающего курса рубля, при сохранении возможности его корректировки с помощью валютных интервенций и при четком определении их условий. Это увеличит степень прозрачности валютной политики и уровень доверия к ней со стороны инвесторов. В то же время правительству РФ для обеспечения макроэкономической стабилизации, на наш взгляд, следует более активно применять механизмы встроенных стабилизаторов экономики, используя, в частности, в сфере бюджетно-налоговой политики модели прогрессивного налогообложения доходов. Но эта проблема является предметом для самостоятельного исследования.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Агапова Т.А. Проблемы бюджетно-налогового регулирования в переходной экономике. М.: Издательство Ассоциации преподавателей гуманитарных наук, МГУ. 1998.
2. Картаев Ф.С., Якимова Ю.И. Влияние инфляционного таргетирования на эффект переноса валютного курса // Вопросы экономики. 2018. № 11. С. 70–84.
3. Котченко К. Годовой рост цен на нефть превысил 50%. Это рекорд за последние 12 лет // РБК. 31.12.2021. <https://quote.rbc.ru/news/article/61ceb06e9a79473d25905b7c> (дата обращения: 27.09.2022).
4. Надоршин Е.Р., Воронина В.Г. Валютная политика центрального банка: степень вмешательства в процесс курсообразования и последствия для экономики // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2004. Т. 8. №. 1. С. 56–80.
5. Черненко Л. Золотовалютные резервы Казахстана снизились в 2021 году // Zakon.kz, 31.01.22. <https://www.zakon.kz/6005740-zolotovaliutnye-rezervy-kazakhstan-snizilis-v-2021-godu.html> (дата обращения: 27.09.2022).
6. Corsetti G. et al. The exchange rate insulation puzzle // Cambridge working papers in economics. 2021. № 2109. Pp. 1–80.
7. Corsetti G., Meier A., Müller G. J. What determines government spending multipliers? // Economic Policy. 2012. Vol. 27. №. 72. Pp. 521–565.

## REFERENCES

1. *Agapova T.A.* Problems of fiscal regulation in a transitional economy // М.: Publishing House of the Association of Educators of the Humanities, MSU. 1998. (In Russ.).
2. *Kartaev P.S., Yakimova Yu.I.* The influence of inflation targeting on the pass-through effect of the exchange rate // *Voprosy Ekonomiki*. 2018. №. 11. Pp. 70–84. (In Russ.).
3. *Kotchenko K.* The annual increase in oil prices has exceeded 50%. This is a record for the last 12 years // *RBC*, 31.12.2021. Available at: <https://quote.rbc.ru/news/article/61ceb06e9a79473d25905b7c> (accessed 27.09.2022). (In Russ.).
4. *Nadorshin E.R., Voronina V.G.* Monetary policy of the central bank: the degree of intervention in the process of exchange rate formation and macroeconomic consequences // *HSE Economic Journal*. 2004. Vol. 8. №. 1. Pp. 56–80. (In Russ.).
5. *Chernenko L.* Kazakhstan foreign exchange reserves decreased in 2021// *Zakon.kz*, 31.01.22. <https://www.zakon.kz/6005740-zolotovaliutnye-rezervy-kazakhstana-snizilis-v-2021-godu.html> (accessed 27.09.2022). (In Russ.).
6. *Corsetti G. et al.* The exchange rate insulation puzzle // *Cambridge working papers in economics*. 2021. № 2109. Pp. 1–80.
7. *Corsetti G., Meier A., Müller G.J.* What determines government spending multipliers? // *Economic Policy*. 2012. Vol. 27. №. 72. Pp. 521–565.

Дата поступления рукописи: 14.08.2022 г.

## ABOUT THE AUTHOR

**Limin Dmitry Valerievich** – Post-Graduate Student at the Department of Macroeconomic Policy and Strategic Management of the Economics Faculty of the M.V. Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia.

Dmitlimin96@yandex.ru

## MACROECONOMIC RESULTS OF THE TRANSITION OF THE CENTRAL BANKS OF THE RUSSIAN FEDERATION, UKRAINE AND KAZAKHSTAN TO THE FLOATING EXCHANGE RATE REGIME OF THEIR NATIONAL CURRENCIES

This paper examines the consequences of the transition of the Central Banks of Russia, Ukraine and Kazakhstan to a floating exchange rate in 2014–2015. A comparative analysis of the results of the monetary policy of these countries and their impact on the rate of inflation, on the balance of payments and their international reserves is carried out.

It is shown that the shift to floating exchange rate policy contributed to settle the balance of payments not spending gold and foreign exchange reserves. However, increased volatility of exchanged rates led to higher inflation rates in all three countries. Central banks tightened monetary policy to achieve inflation targets; this reduced the rate of price growth by 2019, but rising raw material prices and rising geopolitical tensions in 2021–2022 led to an acceleration of inflation.

The article provides recommendations to the Central Bank of Russia to continue a floating exchange rate policy with interventions and to follow the terms of such a policy strictly.

**Keywords:** *exchange rate, floating exchange rate regime, inflation, current account balance, monetary policy.*

**JEL:** F15, F53, F63.