



УДК 339.92

JEL E42; H87

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ: РЕЖИМЫ И ИНСТРУМЕНТЫ *

ГОЛОВНИН МИХАИЛ ЮРЬЕВИЧ,

доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, первый заместитель директора ФГБУН Института экономики, Российская академия наук, Москва, Россия
mg-inecon@mail.ru

АННОТАЦИЯ

В статье исследуется опыт стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) по реагированию на вызовы глобализации для денежно-кредитной политики в части выбора режима и набора инструментов ее реализации. Выделяются основные вызовы глобализации для национальной денежно-кредитной политики, связанные с ограничением по ее целям, воздействием со стороны внешних кризисов и потоков трансграничного движения капиталов. Выявлена эволюция режимов денежно-кредитной политики в странах ЦВЕ, соответствующая «биполярному подходу». При этом показано, что страны с крайней формой фиксации валютного курса демонстрируют лучшие результаты в спокойные периоды и подвержены более сильному воздействию кризисов, тогда как страны с режимом инфляционного таргетирования отличаются более сглаженной динамикой макроэкономических показателей. Показана трансформация инструментария в части активного использования инструментов макропруденциальной политики странами Юго-Восточной Европы в период, предшествующий глобальному экономическому кризису и переходу на новые инструменты денежно-кредитной политики в отдельных странах (Чехия, Венгрия) в посткризисный период.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; финансовая глобализация; страны Центральной и Восточной Европы; инфляционное таргетирование; валютное управление; Экономический и валютный союзы; макропруденциальная политика.

THE MONETARY POLICY IN COUNTRIES OF CENTRAL AND EASTERN EUROPE IN THE GLOBALIZATION CONTEXT: REGIMES AND TOOLS **

GOLOVNIN MIKHAIL YU.,

ScD (Economics), corresponding member of the Russian Academy of Sciences, First Deputy Director of the RAS Institute of Economics, Moscow, Russia
mg-inecon@mail.ru

* Статья подготовлена в рамках гранта РГНФ «Денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика России на современном этапе глобализации» № 15-02-00391.

** The paper was written under the RHF grant “Monetary and Fiscal Policy of Russia at the Current Globalization Stage”, no. 15-02-00391.

ABSTRACT

The paper explores the experience of Central and Eastern European (CEE) countries in responding to the globalization challenges relating to the monetary policy in terms of choosing a policy regime and a set of tools to implement it. Highlighted are the main globalization challenges for the national monetary policy associated with target restrictions, the impact of external crises and cross-border capital flows. The evolution of monetary policy regimes in the CEE countries corresponds to the “bipolar pattern”. It is shown that countries with the extreme form of the exchange rate fixation demonstrate the best results in quiescent periods and are more affected by crises whereas countries with the inflation targeting regime are characterized by smoothed dynamics of macroeconomic indices. The transformation of the tooling in terms of the active use of macroprudential policy tools in the countries of South-Eastern Europe in the periods preceding a global economic crisis and during transition to new monetary policy tools in some countries (Czech Republic, Hungary) in the post-crisis period is shown.

Keywords: monetary policy; financial globalization; countries of Central and Eastern Europe; inflation targeting; currency management; Economic and Monetary Union; macroprudential policy.

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Распространение процессов глобализации, особенно финансовой ее составляющей, формируя новые вызовы для национальных экономик, создало дополнительные ограничения для национальной денежно-кредитной политики¹.

Основным ограничением со стороны финансовой глобализации является ограничение по целям денежно-кредитной политики, задаваемое так называемой невозможной триадой (impossible trinity), согласно которой возможно одновременное достижение лишь двух целей из трех: свободное трансграничное движение капитала, фиксированный валютный курс и независимая денежно-кредитная политика. Основываясь на положении «невозможной триады», получил развитие «биполярный подход», согласно которому страны стремятся либо перейти к режиму плавающего валютного курса, либо ввести жесткую фиксацию валютного курса [3, с. 10] (отказавшись таким образом от независимой денежно-кредитной политики). Тем самым происходит «вымывание» промежуточных режимов мягкой фиксации валютного курса.

Как показывает практика проведения денежно-кредитной политики, в 1990-е гг. действительно наблюдалось движение к крайним решениям, в первую очередь к введению режима плавающего валютного курса (как правило, в рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования). Однако уже в 2000-е гг. эта тенденция перестала действовать, и большинство стран в мировой экономике по-прежнему применяют различные формы мяг-

кой фиксации валютного курса. По состоянию на апрель 2016 г., 96 стран — членов Международного валютного фонда (МВФ) использовали те или иные формы мягкой привязки валютного курса [4]. Однако следует отметить, что почти все из них — это страны с формирующимися рынками и развивающиеся. Необходимость регулирования динамики валютного курса в этих странах определяется рядом факторов: преобладанием внешних заимствований в иностранной валюте и значительной долларизацией пассивов внутри страны (создающими риск неплатежеспособности и, как следствие, системные финансовые риски в случае резкого падения курса национальной валюты), зависимостью инфляционной динамики от изменения валютного курса, низким уровнем доверия к денежным властям (требующим наличия ясной для экономических агентов цели).

Развитие финансовой глобализации привело к усилению влияния внешних факторов, особенно связанных с движением краткосрочного иностранного капитала, на национальные экономики. При этом экономические проблемы в одних странах и регионах стали распространяться через действие «эффекта заражения» на другие страны и регионы. В результате возникла проблема усиления внутренних финансовых циклов за счет воздействия со стороны международного движения капитала. «Бум» в национальной финансовой системе усиливается за счет притока иностранного капитала, а последующее падение цен активов приводит к оттоку иностранного капитала (вплоть до ситуации «внезапной остановки потоков капитала»²).

¹ Подробнее об этих ограничениях см., например, [1–2].

² См., например, [5, с. 116].

В наибольшей степени указанные угрозы финансовой глобализации проявились во время мирового экономического и финансового кризиса, острая фаза которого пришлась на 2007–2009 гг. и сопровождалась глобальной «остановкой потоков капитала». Резкое падение цен на активы и связанная с усилением неопределенности остановка работы отдельных сегментов финансовых рынков, наряду с вызванными финансовыми шоками, падением реальной экономики потребовали нестандартных мер денежно-кредитной политики. Во многих развитых странах были применены «нетрадиционные» меры денежно-кредитной политики, связанные с покупкой активов центральными банками, расширением круга их контрагентов и набора принимаемых в залог финансовых инструментов, а также сроков предоставления средств финансовым институтам.

С позиций целей денежно-кредитной политики при сохранении большей частью существующих режимов, среди которых в развитых странах преобладает режим инфляционного таргетирования, значительное внимание стало уделяться цели по обеспечению и поддержанию финансовой стабильности. Для ее реализации и для того, чтобы избежать возможных противоречий с целью по инфляции, был разработан инструментарий макропруденциальной политики, включающий в том числе нормативы достаточности капитала, требования по ликвидности, налогообложение финансовых операций и др.

В отдельных странах с формирующимися рынками также происходила модификация инструментария денежно-кредитной политики, но в существенно меньшей степени. Следует, однако, отметить, что в этой группе стран, особенно после прохождения острой фазы глобального экономического и финансового кризиса, стали более активно применяться меры валютного регулирования, направленные на регулирование трансграничного движения капиталов. Изменилось и отношение Международного валютного фонда к применению ограничений на трансграничное движение капиталов. Если до глобального экономического и финансового кризиса это отношение было явно отрицательным, то после кризиса появилось значительное число работ сотрудников Фонда, в которых доказывается как минимум эффективность в ряде случаев применявшихся ограничений³. Кроме того, в странах с формирующимися рынками функции валютных

ограничений на международное движение капитала фактически выполняют меры макропруденциальной политики, нацеленные на ограничение роста пассивов или активов в иностранной валюте.

Рассмотрим подробнее ответы на вызовы финансовой глобализации с точки зрения трансформации режимов и инструментов денежно-кредитной политики на примере стран региона Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ)⁴.

ДИНАМИКА РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В СТРАНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

Следует отметить, что выбор режима денежно-кредитной политики для большинства стран Центральной и Восточной Европы на рубеже 1980–1990-х гг. по существу происходил «с нуля», поскольку в плановой экономике денежно-кредитная политика в ее классическом понимании отсутствовала. Одной из основных задач, с которой пришлось столкнуться денежно-кредитной политике в новых условиях, стала задача выхода из трансформационного кризиса.

Страны ЦВЕ в этот период разделились в основном на две группы: осуществлявшие стабилизационные программы на основе «денежного якоря» или «валютного якоря». Исходя из этого, применялись режимы таргетирования либо денежной массы, либо валютного курса. С 1992 г. постепенно количество стран, применявших режим таргетирования валютного курса, росло, и они демонстрировали лучшие результаты с точки зрения преодоления трансформационного кризиса (Польша, Чехия, Словакия, Венгрия, Эстония). Режим таргетирования денежной массы устойчиво придерживались Румыния, Албания, Словения, причем последняя сочетала его с неявным таргетированием валютного курса. Наблюдались и примеры перехода от режима таргетирования денежной массы к таргетированию валютного курса, как правило, в условиях внутренних кризисов (например, введение режима валютного управления Литвой в 1993 г. и Болгарией в 1997 г., фиксированного валютного курса в качестве меры по борьбе с гиперинфляцией в Сербии в 1994 г.).

⁴ Под странами Центральной и Восточной Европы мы будем понимать страны Балтии (Эстония, Латвия, Литва), Польшу, Чехию, Словакию, Венгрию, Словению, Румынию, Болгарию, Хорватию, Сербию, Боснию и Герцеговину, Македонию, Черногорию, Албанию.

³ См., например, [6–8].

На рубеже 1990–2000-х гг., в том числе под влиянием национальных финансовых кризисов и внешних шоков (например, азиатского кризиса 1997 г. и российского кризиса 1998 г.), ряд стран ЦВЕ начали проводить смену режимов денежно-кредитной политики. Эта смена была направлена в первую очередь на смягчение регулирования валютного курса и вызвала постепенное распространение режима инфляционного таргетирования среди стран ЦВЕ (Чехия и Польша ввели его в 1998 г., Венгрия — в 2001 г., Словакия, Румыния, Сербия, Албания — в середине 2000-х гг.).

Несмотря на то что большинство стран ЦВЕ ввели у себя режим инфляционного таргетирования, только Польша придерживается в его рамках свободного плавления национальной валюты. В Венгрии и Румынии центральные банки время от времени осуществляют значительные интервенции на валютном рынке для предотвращения роста курса национальных валют [9, с. 6]. Еще дальше пошла Чехия. Столкнувшись после острой фазы глобального экономического и финансового кризиса с давлением на валютный курс кроны в сторону его роста под воздействием притока портфельных иностранных инвестиций, Чешский Национальный банк (ЧНБ) ввел «потолок» валютного курса на уровне 27 крон за евро⁵. Тем самым фактически Чехия стала осуществлять двойное таргетирование — инфляции и валютного курса. Для поддержания этого режима Чешский Национальный банк был вынужден проводить валютные интервенции по покупке иностранной валюты (в частности, в размере 12,2 млрд евро с июля 2015 г. по апрель 2016 г.) [10, с. 6]. Основной заявленной целью подобной политики было сдерживание давления в сторону дефляции. Однако на практике ЧНБ решил и другую задачу: в 2014–2015 гг. сальдо текущего счета платежного баланса перешло в положительную область.

Для тех стран ЦВЕ, которые начиная с 2004 г. присоединились к Европейскому союзу, открыт еще один вариант ответа на вызовы глобализации — вступление в Экономический и валютный союз (ЭВС)⁶. Однако преимущества вхождения в валют-

ный союз и введения единой европейской валюты на данном этапе для стран ЦВЕ не очевидны.

Традиционно выделяется преимущество, связанное со снижением валютного риска во взаимоотношениях со странами — внешнеэкономическими партнерами. У стран ЦВЕ уже достигнут высокий уровень торговой и финансовой интеграции со странами ЕС (в том числе со странами — членами ЭВС). Так, по состоянию на 2015 г. у всех стран ЦВЕ, входящих в ЕС, но не входящих в ЭВС, доля экспорта в страны ЭВС и импорта в эти страны в совокупном объеме экспорта и импорта соответственно превышала 50%, за исключением Болгарии, где она также находилась на высоком уровне (около 43%). Доля стран ЭВС в накопленных иностранных инвестициях в эти страны колебалась более существенно, но, по крайней мере, в части прямых инвестиций находилась на высоком уровне. В 2015 г. эта доля варьировала от 59% в Венгрии до 84% в Румынии [11]. С одной стороны, высокий уровень торговых и инвестиционных связей стран ЦВЕ со странами ЭВС означает достаточно высокий потенциал снижения издержек, связанных с валютными рисками. С другой стороны, потенциал дальнейшего наращивания торговых и инвестиционных потоков уже не столь значителен.

В то же время вступление в ЭВС означает отказ от национальной денежно-кредитной политики, позволяющей в условиях глобализации выстраивать собственные ответы на ее вызовы. Европейский долговой кризис дополнительно снизил привлекательность подобного шага, продемонстрировав издержки, связанные с невозможностью регулирования валютного курса.

В настоящий момент пять стран ЦВЕ являются членами ЭВС. Первой в него вошла Словения в 2007 г., затем — Словакия в 2009 г. и три страны Балтии (Эстония в 2011 г., Латвия в 2014 г. и Литва в 2015 г.). Что касается остальных стран, то привлекательность вхождения в ЭВС зависит от действующего в них режима денежно-кредитной политики. Для стран с режимами фиксированного валютного курса (особенно, валютного управления, как в случае с Болгарией) издержки отказа от независимой денежно-кредитной политики будут меньше. Для стран, применяющих режим инфляционного таргетирования, эти издержки уже существенно выше, учитывая также, что они смогли выстроить адекватные своим национальным экономикам и относительно эффективные режимы денежно-кредитной политики.

⁵ Курс кроны не должен был превышать этот потолок, т. е. фактически он должен был быть менее 27 крон за евро.

⁶ Для вступления, как известно, необходимо выполнение Маастрихтских критериев. При этом все страны ЦВЕ, являющиеся членами ЕС, должны перейти на евро. Однако никаких ограничений по времени введения единой валюты на них не накладывается.

СРАВНИТЕЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ГРУПП СТРАН С РАЗЛИЧНЫМИ РЕЖИМАМИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Некоторые предварительные результаты деятельности различных режимов денежно-кредитной политики могут быть оценены с помощью расчета средних невзвешенных макроэкономических показателей применявших их стран. При этом мы разделили функционирование режимов денежно-кредитной политики в различных условиях: экономического бума 2003–2007 гг., воздействия мирового экономического и финансового кризиса 2008–2009 гг. и посткризисного периода 2010–2015 гг., на который пришлось также воздействие Европейского долгового кризиса (табл. 1–3).

Как видно из приведенных таблиц, в период благоприятных внешних условий и экономического подъема (2003–2007 гг.) наилучшие результаты с позиций экономического роста и, как это ни покажется странным, инфляции демонстрировали страны с режимом валютного управления. Однако «ценой» подобной динамики было наращивание дефицита текущего счета платежного баланса (т.е. развитие осуществлялось в основном за счет привлечения значительного внешнего финансирования). Странам с режимом таргетирования денежной массы также удалось достичь относительно высоких темпов экономического роста, но при относительно низких значениях дефицита текущего счета платежного баланса, однако они демонстрировали наиболее высокие темпы инфляции (что является дополнительным свидетельством в пользу нарушения взаимосвязи между динамикой денежных агрегатов и инфляции). Страны с режимом инфляционного таргетирования достигали низких темпов инфляции, что неудивительно, так как это основная цель проводимой в них денежно-кредитной политики, но при этом уступали странам с режимом валютного управления, что, на наш взгляд, свидетельствовало о значимости фактора импортируемой денежной стабильности. При этом их экономики развивались самыми низкими темпами, что может служить косвенным подтверждением тезиса о наличии «обмена» (trade-off) между экономическим ростом и инфляцией при низких темпах последней.

Во время глобального экономического и финансового кризиса 2008–2009 гг. ситуация во многом поменялась на противоположную. Наибольшие темпы экономического спада продемонстрировали страны с режимом валютного управления и различными формами привязки валютного курса (в основном за

счет стран Балтии). При этом в странах с режимом валютного управления выросли темпы инфляции и несколько улучшилась ситуация с дефицитом текущего счета платежного баланса. Следует отметить, что страны с режимом инфляционного таргетирования наиболее благополучно прошли через острую фазу глобального кризиса ценой некоторого ускорения инфляции и увеличения дефицита текущего счета платежного баланса.

Наконец, в период 2010–2015 гг., на который также пришлось значительные внешние шоки, в первую очередь связанные с европейским долговым кризисом, наиболее успешными с точки зрения экономического роста были страны — члены ЭВС и страны с режимом валютного управления. Хотя следует отметить, что в целом темпы экономического роста существенно снизились по сравнению с докризисным периодом. Показатель среднего темпа инфляции уже нельзя интерпретировать столь однозначно, как раньше, поскольку в рассматриваемый период наблюдались многочисленные случаи дефляции, которая сама по себе является серьезной экономической проблемой. Дефляция наблюдалась во всех рассматриваемых группах стран и была скорее следствием внешних шоков (в первую очередь падения цен на нефть в 2014–2015 гг.). Во всех группах стран улучшилась ситуация с дефицитом текущего счета платежного баланса (в странах — членах ЭВС он даже сводился в среднем с положительным сальдо).

Таким образом, можно говорить о том, что в относительно спокойные периоды страны с жесткой фиксацией валютного курса демонстрируют лучшие результаты, но они подвержены и большей волатильности макроэкономических показателей. Страны с режимом инфляционного таргетирования характеризуются более сглаженной динамикой этих показателей. Первые результаты вступления стран ЦВЕ в ЭВС выглядят достаточно позитивно (на фоне других стран региона), но мы не можем сравнить их с возможными результатами независимой денежно-кредитной политики этих стран (в случае со Словенией и Словакией).

ИЗМЕНЕНИЯ В ИНСТРУМЕНТАРИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Выбор инструментария денежно-кредитной политики во многом определяется выбором ее режима. Если при регулировании валютного курса основное значение имеют валютные интервенции и процентная политика в части ее воздействия на

Таблица 1

Макроэкономические показатели в странах ЦВЕ с различными режимами денежно-кредитной политики (ДКП), 2003–2007 гг.

Группы стран с различными режимами ДКП	Среднегодовые темпы экономического роста, в %	Среднегодовые темпы инфляции, в %	Сальдо текущего счета платежного баланса, в % от ВВП
Инфляционное таргетирование	5,2	4,2	-6,6
Таргетирование денежной массы	6,2	6,9	-5,9
Различные режимы привязки валютного курса	5,6	5,0	-7,5
Валютное управление	7,1	3,7	-12,9

Источник: рассчитано на основе данных World Economic Outlook Database as of October 2016. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>.

Таблица 2

Макроэкономические показатели в странах ЦВЕ с различными режимами денежно-кредитной политики (ДКП), 2008–2009 гг.

Группы стран с различными режимами ДКП	Среднегодовые темпы экономического роста, в %	Среднегодовые темпы инфляции, в %	Сальдо текущего счета платежного баланса, в % от ВВП
Инфляционное таргетирование	0,95	5,41	-8,0
Различные режимы привязки валютного курса	-3,55	3,53	-6,4
Валютное управление	-3,32	5,94	-8,5
Страны – члены ЭВС	-0,94	2,84	-3,8

Источник: рассчитано на основе данных World Economic Outlook Database as of October 2016. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>.

Таблица 3

Макроэкономические показатели в странах ЦВЕ с различными режимами денежно-кредитной политики (ДКП), 2010–2015 гг.

Группы стран с различными режимами ДКП	Среднегодовые темпы экономического роста, в %	Среднегодовые темпы инфляции, в %	Сальдо текущего счета платежного баланса, в % от ВВП
Инфляционное таргетирование	1,8	2,9 (5 случаев дефляции)	-3,8
Различные режимы привязки валютного курса	1,5	1,5 (5 случаев дефляции)	-0,6
Валютное управление	2,1	2,3 (5 случаев дефляции)	-2,2
Страны – члены ЭВС	2,3	1,5 (4 случая дефляции)	0,7

Источник: рассчитано на основе данных World Economic Outlook Database as of October 2016. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>.

курс валюты, то при инфляционном таргетировании основную роль играет совокупность процентных ставок по операциям Центрального банка, среди которых ключевой обычно является ставка по краткосрочным операциям репо.

В относительно спокойные периоды страны с жесткой фиксацией валютного курса демонстрируют лучшие результаты, но они подвержены и большей волатильности макроэкономических показателей.

Основные изменения в инструментарию произошли под воздействием глобального экономического и финансового кризиса. Так, страны, фактически отказавшиеся от национальной денежно-кредитной политики и применявшие режим валютного управления, стали использовать имевшиеся в его рамках инструменты для воздействия на национальные экономики. В первую очередь это относится к минимальным резервным требованиям. Например, Болгарский Национальный банк с 1 декабря 2008 г. снизил норматив минимальных резервов по всем средствам, привлекаемым банками, с 12 до 10%, а с 1 января 2009 г. снизил норматив по средствам, привлекаемым из-за рубежа, с 10 до 5%. Центральный банк Боснии и Герцеговины сначала понизил норматив минимальных резервных требований в конце 2008 г. с 18 до 14%, а затем в 2009 г. провел разграничение в размере норматива исходя из сроков депозитов, для депозитов со сроком более 1 года он был понижен до 7%. Кроме того, вновь привлекаемые из-за рубежа банковской системой кредиты были освобождены от резервных требований.

Изменения в инструментарию осуществляли и страны с режимом инфляционного таргетирования. Так, например, Чешский Национальный банк ввел осенью 2008 г. экстраординарные операции репо по предоставлению ликвидности банкам со сроками 2 недели и 3 месяца, официально заявляя, что основной их целью было поддержание рынка государственных облигаций (с января 2011 г. трехмесячные операции были отменены)⁷. Национальный

банк Польши выкупал у банков свои облигации до истечения срока их погашения. Кроме того, он расширил перечень активов, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования, и расширил срок проведения операций репо до 6 месяцев [12, с. 9].

Тем не менее страны ЦВЕ не ввели столь масштабных изменений в инструментарию денежно-кредитной политики, как это сделали развитые страны. Лишь те из стран региона, которые вступили в ЭВС, попали под действие новых инструментов политики «количественного смягчения», проводимой Европейским центральным банком (ЕЦБ).

Тем не менее Чехия приблизилась к политике ЕЦБ, когда ее Национальный банк в ноябре 2012 г. фактически перешел к близким к нулю процентным ставкам, установив основную ставку на уровне 0,05%. При этом МВФ рекомендовал ЧНБ по примеру ЕЦБ и ряда других центральных банков перейти к отрицательным процентным ставкам главным образом для сдерживания давления на курс кроны в сторону повышения [10, с. 6].

Элементы нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики содержала также Программа самофинансирования, запущенная Венгерским Национальным банком в 2014 г. Ее основной смысл заключался в том, чтобы способствовать снижению валютного риска через переключение от государственных облигаций, номинированных в иностранной валюте, к облигациям, номинированным в форинтах. Национальному банку удалось создать систему стимулов, при которых коммерческие банки предпочли сократить свои средства на депозитах в нем, при этом увеличив свои портфели номинированных в форинтах государственных ценных бумаг [13, с. 15–17].

Вместе с тем следует отметить, что страны ЦВЕ еще до распространения на них глобального экономического и финансового кризиса стали применять инструменты макропруденциального регулирования. Их использование было связано с резким ростом кредитования в банковской системе в середине 2000-х гг., в том числе финансируемого за счет значительного притока, особенно в странах Юго-Восточной Европы. Эти страны в основном и стали использовать меры по ограничению роста кредитов:

- использование повышенных (по сравнению с Базельскими стандартами) нормативов достаточности капитала (Сербия, а также Болгария и Румыния до вступления в ЕС в 2007 г., Хорватия с января 2008 г. применяли дифференцированные нормативы)

⁷ URL: http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments/

вы достаточности капитала в зависимости от темпов роста выданных банками кредитов);

- установление повышенных нормативов обязательного резервирования по пассивам в иностранной валюте (Румыния, Хорватия, Сербия);
- введение резервирования прироста активов при достижении определенного «потолка» роста кредитов банками (Хорватия, Болгария);
- ограничение спроса на кредиты путем установления пределов возможных заимствований (Румыния) [14, с. 16–23].

В целом применявшиеся меры продемонстрировали свою эффективность, хотя многие из них были введены достаточно поздно (незадолго до начала распространения глобального экономического и финансового кризиса), и специалисты МВФ сделали вывод о том, что наибольшую эффективность продемонстрировали более сильные меры [14].

С распространением глобального экономического и финансового кризиса в 2008 г. на страны ЦВЕ произошло резкое сокращение кредитной активности, и страны стали постепенно смягчать или отменять действие упомянутых макроprudенциальных инструментов. В 2008–2009 гг. рост отношения кредитов к ВВП в регионах Центральной и Юго-Восточной Европы замедлился, а затем стабилизировался. При этом в Юго-Восточной Европе с 2012 г. наблюдается устойчивое снижение этого показателя [15, с. 14]. Таким образом, потребность в сдерживающих мерах макроprudенциальной политики на настоящем этапе снизилась, и в ряде стран возникает проблема «роста без кредитования», когда экономический рост происходит на фоне ухудшающихся показателей функционирования банковских систем.

Таким образом, реагируя на вызовы финансовой глобализации, страны Центральной и Восточной Европы двигались по двум основным направлениям: либо в сторону введения фиксированного валютного

Потребность в сдерживающих мерах макроprudенциальной политики на настоящем этапе снизилась, и в ряде стран возникает проблема «роста без кредитования», когда экономический рост происходит на фоне ухудшающихся показателей функционирования банковских систем.

курса вплоть до отказа от национальной денежно-кредитной политики, либо переходя к плавающему валютному курсу и режиму инфляционного таргетирования. Тем не менее динамике валютного курса в большинстве стран уделяется значительное внимание, особенно в период после глобального экономического и финансового кризиса. В этот же период в отдельных странах мы наблюдаем трансформацию инструментов денежно-кредитной политики, направленную на поддержку национальной банковской системы и экономики в целом в условиях участвующих внешних шоков. Особого внимания также заслуживает практика применения инструментов макроprudенциальной политики в странах Юго-Восточной Европы в период, предшествовавший глобальному экономическому и финансовому кризису.

ЛИТЕРАТУРА

1. Головнин М. Ю. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики // Вопросы экономики. 2007. № 7.
2. Головнин М. Ю. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // Вопросы экономики. 2009. № 4.
3. Fischer S. Distinguished Lecture on Economics in Government — Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? // The Journal of Economic Perspectives. 2001. Spring, vol. 15, no. 2.
4. Annual Report 2016. Appendix Table II. 9. De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, April 30, 2016. International Monetary Fund, 2016. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/AR16-AppII.pdf>.
5. Архипова В. В. Влияние «внезапных остановок» потоков капитала на национальную экономику // Вестник Финансового университета. 2016. № 5.
6. Korinek A. The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons // IMF Working Paper, 2011, no. 298.

7. *Baba Ch., Kokenyne A.* Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s // IMF Working Paper, 2011, no. 281.
8. *Chowdhury I., Keller L.* Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of Czech Republic, Poland and Romania // IMF Working Paper, 2012, no. 138.
9. Central And Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014. Selected Issues. International Monetary Fund, 2015.
10. Czech Republic // IMF Country Report. No. 16/213. 2016. July.
11. Convergence Report. June 2016. European Central Bank, 2016. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.en.pdf?a91977931874a7c6c63d80305b651394>.
12. Monetary Policy Guidelines for 2010. Warsaw: National Bank of Poland, Monetary Policy Council, 2009, September. URL: http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/publikacje/o_polityce_pienieznej/zalozenia.html.
13. *Kolozsi P., Hoffmann M.* Reduction of External Vulnerability with Monetary Policy Tools // Public Finance Quarterly. 2016, no. 1.
14. *Dimova D., Kongsamut P., Vandenbussche J.* Macroprudential Policies in Southeastern Europe // IMF Working Paper. 2016, no. 29.
15. CEE Banking Sector Report. June 2016, annually. Raiffeisen Research, 2016.

REFERENCES

1. Golovnin M. Yu. Finansovaya globalizatsiya i ogranicheniya natsional'noy denezhno-kreditnoy politiki [Financial globalization and the national monetary policy restrictions]. *Voprosy ekonomiki — Economic Issues*, 2007, no.7 (in Russian).
2. Golovnin M. Yu. Teoreticheskie podkhody k provedeniyu denezhno-kreditnoj politiki v usloviyakh finansovoj globalizatsii [Theoretical approaches to running the monetary policy in the context of financial globalization]. *Voprosy ekonomiki — Economic Issues*, 2009, no. 4 (in Russian).
3. Fischer S. Distinguished Lecture on Economics in Government — Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? // *The Journal of Economic Perspectives*, 2001, spring, vol. 15, no. 2.
4. Annual Report 2016. Appendix Table II.9. De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, April 30, 2016. International Monetary Fund, 2016. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/AR16-AppII.pdf>.
5. Arkhipova V. V. Vliyanie «vnezapnykh ostanovok» potokov kapitala na natsional'nyu ekonomiku [The effect of “sudden stops” of capital flows on the national economy]. *Vestnik Finansovogo universiteta — Financial University Bulletin*, 2016, no. 5 (in Russian).
6. Korinek A. The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons. *IMF Working Paper*, 2011, no. 298.
7. *Baba Ch., Kokenyne A.* Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. *IMF Working Paper*, 2011, no. 281.
8. *Chowdhury I., Keller L.* Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of Czech Republic, Poland and Romania. *IMF Working Paper*, 2012, no. 138.
9. Central And Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014. Selected Issues. International Monetary Fund, 2015.
10. Czech Republic. *IMF Country Report*, 2016, no. 16/213, july.
11. Convergence Report. June 2016. European Central Bank, 2016. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.en.pdf?a91977931874a7c6c63d80305b651394>.
12. Monetary Policy Guidelines for 2010. Warsaw: National Bank of Poland, Monetary Policy Council, 2009, september. Available at: http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/publikacje/o_polityce_pienieznej/zalozenia.html.
13. *Kolozsi P., Hoffmann M.* Reduction of External Vulnerability with Monetary Policy Tools. *Public Finance Quarterly*, 2016, no. 1.
14. *Dimova D., Kongsamut P., Vandenbussche J.* Macroprudential Policies in Southeastern Europe. *IMF Working Paper*, 2016, no. 29.
15. CEE Banking Sector Report. June 2016, annually. Raiffeisen Research, 2016.