

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Корищенко К.Н., Морозов С.В., Брянов Г.А.

**Влияние денежно-кредитной политики на платежный
баланс и макроэкономические показатели**

Москва 2018

Аннотация. В работе проведено исследование реализации денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации, а именно перехода от политики регулирования валютного курса к политике таргетирования инфляции, проводимой с ноября 2014 года, освещены вопросы мирового опыта проведения денежно-кредитной политики на примере центральных банков зарубежных стран и раскрыты такие методы реализации денежно-кредитной политики как

- (1) таргетирование инфляции,
- (2) регулирование валютного курса и
- (3) таргетирование денежного предложения.

Корищенко К.Н., заведующий научно-исследовательской межкафедральной лабораторией финансово-экономических исследований ФФБД Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Морозов С.В., старший научный сотрудник Межкафедральной лаборатории финансово-экономических исследований ФФБД Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Брянов Г.А. младший научный сотрудник Межкафедральной лаборатории финансово-экономических исследований ФФБД Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2017 год.

СОДЕРЖАНИЕ

ОПРЕДЕЛЕНИЯ	4
ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ.....	6
ВВЕДЕНИЕ	7
1 Цели денежно-кредитной политики и сценарии макроэкономического развития	8
<i>Основные цели денежно-кредитной политики</i>	<i>12</i>
<i>Компромисс в целях денежно-кредитной политики.....</i>	<i>17</i>
<i>Цели денежно-кредитной политики</i>	<i>21</i>
<i>Типы денежной политики.....</i>	<i>25</i>
<i>Роль денежно-кредитной политики в развивающейся экономике.....</i>	<i>31</i>
<i>Ограничения денежно-кредитной политики в слаборазвитых странах</i>	<i>34</i>
2 Денежно-кредитная политика как составная часть государственного стратегического планирования	36
Денежно-кредитная политика: стабилизация цен и производство.....	38
3 Инструменты денежно-кредитной политики и их применение.....	43
4 Основные методы реализации денежно-кредитной политики	46
4.1 Таргетирование инфляции	49
4.2 Регулирование валютного курса	58
Влияние валютных колебаний на экономику	58
4.3 Таргетирование денежного предложения	64
Динамика режимов денежно-кредитной политики в странах Центральной и Восточной Европы.....	64
Сравнительные результаты групп стран с различными режимами денежно-кредитной политики	66
Изменения в инструментарии денежно-кредитной политики	68
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	70
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	72
ПРИЛОЖЕНИЕ	73

ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В настоящей работе применяют следующие термины с соответствующими определениями:

ВАЛОВОЙ ВНУТРЕННИЙ ПРОДУКТ (ВВП) – это конечный результат производственной деятельности резидентных единиц-производителей в течение данного периода времени и исчисляется в рыночных ценах. Показатель предназначен для характеристики взаимосвязанных аспектов экономического процесса: производства товаров и оказания услуг, распределения доходов, конечного использования товаров и услуг.

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА – макроэкономический индикатор, показывающий количество денежных средств, находящихся в обращении;

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА В УЗКОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ включает выпущенные в обращение Центральным банком Российской Федерации наличные деньги (с учетом остатков средств в кассах кредитных организаций) и остатки обязательных резервов по привлеченным банками средствам в национальной валюте, депонируемым на счетах в Банке России;

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА В ШИРОКОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ состоит из наличных денег в обращении (с учетом остатков в кассах банков), средств на корреспондентских счетах и обязательных резервах кредитных организаций в Банке России. Туда же входит суммарная рыночная стоимость облигаций Банка России, находящихся в обращении;

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА – часть государственной экономической политики, направленной на повышение благосостояния российских граждан. Центральный банк Российской Федерации реализует денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции, и его приоритетом считается обеспечение ценовой стабильности, то есть достижение стабильно низкой инфляции;

ИНФЛЯЦИЯ - процесс обесценивания бумажных денег, падение их покупательной способности вследствие чрезмерного выпуска (эмиссии) или сокращения товарной массы в обращении при неизменном количестве выпущенных денег;

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА – это минимальная процентная ставка, по которой Центральный банк Российской Федерации предоставляет кредиты коммерческим банкам на срок в 1 неделю, и одновременно это максимальная ставка, по которой Центральный банк Российской Федерации готов принимать от банков на депозиты денежные средства;

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД – это специализированное учреждение Организации Объединённых Наций (ООН), созданное в целях развития международного финансового сотрудничества и международной стабильности в валютно-финансовой сфере;

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС – это статистический отчет, в котором отражаются все внешнеэкономические операции данной страны с другими странами мира за определенный период времени (отчетный период). К таким операциям, которые совершаются между резидентами России и резидентами других стран мира (нерезидентами), относятся операции с товарами (например, сельскохозяйственной продукцией, нефтью, газом, полезными ископаемыми и промышленными товарами); услугами (например, транспортными, туристическими, строительными и т.д.); доходами (например, дивидендами и процентами); трансфертами (например, иностранной помощью) и финансами (например, кредитами и займами, наличными денежными средствами и депозитами, инвестициями в акции, облигации, краткосрочные финансовые инструменты, обращающиеся на рынках);

РЕЗЕРВНЫЕ АКТИВЫ - это финансовые активы Центрального Банка Российской Федерации и Министерства финансов Российской Федерации. В их состав включается монетарное золото, наличная иностранная валюта, остатки средств на корреспондентских, текущих счетах и в краткосрочных депозитах в банках-нерезидентах и банках-резидентах; ценные бумаги. В данную категорию также включаются резервная позиция в МВФ и Специальные Права Заимствования. Резервные активы используются для устранения платежных дисбалансов во внешнеэкономическом секторе страны (например, путем осуществления интервенций на валютных рынках).

СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ – раздел платежного баланса, в котором отражается стоимость нефинансовых активов, приобретаемых институциональными единицами-резидентами (или выбывающих) в результате операций, и показывается изменение чистой стоимости собственного капитала за счет сбережения и трансфертов капитала.

СЧЁТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ - раздел платёжного баланса страны, в котором фиксируются экспорт и импорт товаров и услуг, чистый доход от инвестиций и чистый объём трансфертных платежей.

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

ВВП – валовый внутренний продукт

КО – кредитная организация

МВФ – международный валютный фонд

МСП – малое и среднее предпринимательство

МСФО – международные стандарты финансовой отчетности

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ОФЗ – облигации федерального займа

СЗФИ системно значимый финансовый институт

ФРС США – Федеральная резервная система США

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время все больше внимания уделяется вопросу стабильности экономики страны и финансовых рынков. Формирование максимально защищенной от финансовых и экономических шоков среды способствует повышению доверия граждан, инвесторов и других участников к политике правительства страны. Ведь в сознании большинства, Центральный банк принадлежит государству, и, следовательно, результаты проводимой им денежно-кредитной политики воспринимаются в качестве государственной. От реализации денежно-кредитной политики зависят экономические и социальные процессы в стране. Именно поэтому сегодня политика Центрального банка Российской Федерации находится под пристальным вниманием экономистов и государственных органов, заинтересованных в экономической независимости России.

За последние несколько лет наблюдается ряд значимых изменений в проведении монетарной политики – переход от валютного коридора к плавающему курсу рубля, таргетированию инфляции.

Центральным банком Российской Федерации активно ведется работа по совершенствованию существующих подходов для достижения целевых показателей. В частности, это касается достижения в 2018 году целевого значения инфляции в рамках 4%. Данная задача отражена в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов [1]. Решение поставленной задачи, во-первых, позволит избежать разного рода возникновения рисков и, во-вторых, обеспечить экономический рост.

1 Цели денежно-кредитной политики и сценарии макроэкономического развития

Центральный банк является институтом, который осуществляет государственную политику в сфере денежного обращения, регулирования банковской деятельности и финансового рынка в целом.

Деятельность Центрального банка Российской Федерации определяется рядом законодательных нормативных актов. Так Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» определяет Банку России следующие цели [2]:

- защита и обеспечение устойчивости рубля;
- развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации;
- обеспечение эффективности и бесперебойного функционирования национальной платежной системы;
- развитие российского финансового рынка;
- обеспечение стабильности российского финансового рынка.

Формирование и определение целей, а также решение задач, которые ставит перед собой Центральный банк Российской Федерации осуществляя денежное регулирование, находят свое отражение в реализации денежно-кредитной политики. Цели и задачи денежно-кредитной политикой определяются исходя из макроэкономического курса правительства. Денежно-кредитная политика как стратегически важный элемент экономической политики государства должна согласовываться с бюджетной и налоговой политикой.

При реализации денежно-кредитной политики особого внимания заслуживает учет интересов экономических субъектов и домашних хозяйств. Целью макроэкономического регулирования экономики считается достижение сбалансированности секторов экономики, а целью денежно-кредитной политики – равновесие на денежном рынке, который считается основой финансового рынка. Несогласованность макроэкономической политики государства и денежно-кредитной политики повлечет ряд рисков для экономической и финансовой системы в целом, сопровождающиеся финансовыми катаклизмами и кризисами.

Видные российские и иностранные ученые отмечают существующие проблемы при реализации денежно-кредитной политики. Основная проблема заключается в том, что при проведении денежно-кредитной политики нет возможности контролировать и управлять поведением всей совокупности целевых переменных. Поэтому выбирается определенный набор промежуточных и оперативных целей.

Сроки реализации отдельных мероприятий денежно-кредитной политики носят разновременный характер. Учет этого фактора требует применения различных инструментов денежно-кредитной политики в определенной комбинации, которая обеспечивает достижение целей в различных временных интервалах. Денежно-кредитная политика должна быть направлена одновременно на решение проблем текущего, среднесрочного и долгосрочного характера. Исходя из этих временных интервалов, денежную политику можно классифицировать следующим образом:

- текущая;
- среднесрочная;
- стратегическая.

Денежно-кредитная политика в текущем периоде способна оказывать воздействие на параметры денежного рынка: ставку процента, объем денежной массы и др. К среднесрочным целям денежно-кредитной политики можно отнести таргетирование инфляции, таргетирование валютного курса и т.д. В стратегическом плане денежно-кредитная политика должна поддерживать (стимулировать) экономический рост во всех секторах экономики и, прежде всего, в реальном.

Стратегические цели денежно-кредитной политики можно реализовать при кардинальном ее изменении, где определяющее место будет занимать кредитная политика центрального банка.

Регулирование рыночных процентных ставок осуществляется путем воздействия на спрос и предложение денег. Равновесие на денежном рынке достигается под влиянием различных факторов. В зависимости от факторов, вызывающих изменение спроса и предложения денег, меняются и цели денежно-кредитной политики. При этом важное значение имеет фаза экономического цикла, в которой находится экономика. Во время экономического роста денежно-кредитная политика носит стимулирующий характер. В точке «перегрева» экономики денежно-кредитная политика направлена на сдерживание экономического роста, прежде всего, путем повышения процентных ставок [3]. В последующем, денежно-кредитная политика носит несколько иной характер, а именно: центральный банк проводит политику постепенного снижения рыночной ставки процента до оптимальных значений.

С учетом стадии развития экономического цикла эффективность денежно-кредитной политики зависит от ряда факторов:

- во-первых, от уровня развития финансового рынка, где определяющее значение имеет взаимодействие ее составляющих (денежного рынка и рынка ценных бумаг);

- во-вторых, важное значение при этом имеет соотношение рентабельности промышленного производства и уровня процентных ставок по кредитам;
- в-третьих, от степени взаимодействия банковского капитала с промышленным.

Основными инструментами денежно-кредитной политики центрального банка являются управление объемом денег и управление процентными ставками. В дополнение к ним можно отнести регулирование обменного курса. До кризиса в августе 2008 года денежно-кредитная политика Банка России осуществлялась, в основном, путем реализации денежно-кредитной политики, преследующей цель снижения инфляции и поддержания стабильного курса национальной валюты (таблица 1).

Денежно-кредитная политика Банка России носила в целом ограниченный характер, так как она направлена только на уменьшение инфляции. Проактивной можно считать денежно-кредитную политику, если она направлена на решение ряда задач российской экономики, к которым можно отнести:

- стимулирование экономического роста;
- увеличение занятости;
- сдерживание инфляции.

Надежным способом снижения инфляции считается увеличение инвестиций в экономику. Для этого необходимо усилить кредитный характер денег. «Кредит обладает мощной созидательной силой, приводит к приращению стоимости» [4]. Анализ кредитной политики Банка России позволяет сделать вывод о том, что в его политике роль кредита не значительна. Однако кредит содействует постоянному обороту денег: он соединяет отдельные фазы воспроизводственного процесса и с его помощью деньги переходят из одной сферы рынка в другие.

Основные параметры денежно-кредитной политики России с 2000 по 2017 годы, определяющими которой являются инфляция и курс валюты, отражены в таблице 1. Из таблицы 1 видно, что за анализируемый период целью Центрального банка России считается уменьшение инфляции и достижение ценовой стабильности. Это связано с тем, что достижение низких темпов инфляции отвечает интересам всех хозяйствующих субъектов и экономики в целом. Признание этого факта привело к тому, что за последние двадцать лет десятки стран, различных по уровню и характеру экономического развития перешли к модели таргетирования инфляции.

Таблица 1 - Основные параметры денежно-кредитной политики России с 2000 по 2017 гг.

Год	Цель денежно-кредитной политики	Фактические значения за рассматриваемый период	Режим валютного курса
2000	Снизить инфляцию до 18 %	20,10	Режим плавающего валютного курса
2001	Снизить инфляцию до 12-14 %	18,8	Режим плавающего валютного курса
2002	Снизить инфляцию до 12-14 %	15,06	Режим плавающего валютного курса
2003	Снизить инфляцию до 10-12 %	11,99	Режим плавающего валютного курса
2004	Снизить инфляцию до 8-10 %	11,74	Режим управляемого плавающего валютного курса
2005	Снизить инфляцию до 7,5-8,5 %	10,91	Режим управляемого плавающего валютного курса
2006	Снизить инфляцию до 7,5-8,5 %	9,00	Режим управляемого плавающего валютного курса
2007	Снизить инфляцию до 6,5-8,0 %	11,87	Режим управляемого плавающего валютного курса
2008	Снизить инфляцию до 6,5-7,5 %	13,28	Режим управляемого плавающего валютного курса
2009-2011	Снизить инфляцию до 5,0-6,8 %	8,80 8,78 6,10	Режим управляемого плавающего валютного курса на основе бивалютной корзины
2012-2013	Снизить инфляцию до 4,0-5,0 %	6,58 6,45	Режим управляемого плавающего валютного курса на основе бивалютной корзины
2014-2017	Снизить инфляцию до 4,0 %	11,36 12,91 5,38 2,70 (на 30.10.2017)	Режим плавающего валютного курса

Источник: Центральный банк Российской Федерации

Если в 2000 г. целевым ориентиром проведения монетарной политики Банка России было уменьшение инфляции до ориентира в 18 %, то в 2017 году данный ориентир ставится 4 %, цель по которой достигнута во второй половине 2017 года. Монетарные власти исходят из того, что инфляция в России вызвана вливанием избыточной денежной массы и связанным с этим чрезмерным совокупным спросом на товары и услуги. Так для уменьшения инфляционного напряжения стоит всячески сдерживать денежное предложение, используя разнообразные меры по ограничению массы денег в обороте.

В настоящее время, когда в целом удалось обеспечить стабилизацию ситуации в российской экономике после второй волны нефтяных шоков середины 2015 – начала 2016 г. и наметились признаки ее адаптации к новым внешнеэкономическим условиям, основой проводимой государством макроэкономической политики является формирование условий и стимулов для постепенного и стабильного

экономического роста. Сохранение модели экономического роста, основанной на экспорте сырьевых товаров и стимулировании потребления, даст лишь краткосрочный эффект, поскольку ее потенциал во многом исчерпан в предшествующие годы.

Основные цели денежно-кредитной политики

При реализации денежно-кредитной политики можно выделить ряд основных целей, которыми являются:

- (1) полная занятость
- (2) ценовая стабильность
- (3) экономический рост
- (4) поддержание равновесия платежного баланса

1. Полная занятость

Несомненно, полная занятость это важная цель не только потому, что безработица ведет к сокращению потенциального объема производства, но и из-за того, что она является причиной потери социального равновесия. Более того, безработица порождает увеличение уровня бедности среди населения страны. По словам Кейнса, полная занятость означает отсутствие принудительной безработицы [5]. Другими словами, полная занятость - это ситуация, в которой все, кто хочет работать, получают работу. Установленная таким образом полная занятость согласуется с фрикционной и добровольной безработицей. Для достижения полной занятости Кейнс выступал за повышение эффективного спроса.

Таким образом, проблема полной занятости заключается в поддержании адекватного эффективного спроса. Кейнс дал определение полной занятости в своей общей теории следующим образом: «Это ситуация, когда совокупная занятость неэластична в ответ на увеличение эффективного спроса» [5]. Это означает, что состояние полной занятости - это когда дальнейшее увеличение эффективного спроса не сопровождается увеличением объема производства. Поскольку предложение продукции становится неэластичным при полном уровне занятости, любое дальнейшее увеличение эффективного спроса приведет к инфляции в экономике.

Кейнсианская концепция полной занятости включает в себя три условия¹:

- снижение реального уровня заработной платы;

¹ [5]

- увеличение эффективного спроса;
- ограниченность роста предложения продукции в ситуации полной занятости/

В экономике всегда есть определенная доля фрикционной безработицы², даже когда есть полная занятость. Так фрикционная безработица оценивалась в 3% от полной занятости. По данным Комитета Американской экономической ассоциации «полная занятость - это ситуация, когда все квалифицированные лица, которые хотят работать за предложенный им уровень заработной платы и которые находятся на своих рабочих местах полный рабочий день». Это не означает, что безработица равна нулю. Здесь Комитет считает, что полная занятость согласуется с некоторой степенью безработицы.

Однако некоторые экономисты могут иметь разные подходы в отношении определения понятия полной занятости, но большинство придерживается мнения, высказанного экспертами Организации объединенных наций по национальным и международным мерам по полной занятости, что полная занятость может рассматриваться как ситуация, в которой занятость не может быть увеличена за счет повышения эффективного спроса. В настоящее время считается, что полная занятость составляет от 96 до 97 процентов занятости, при этом от 3 до 4 процентов безработных в экономике определяются фрикционными факторами. Полная занятость может быть достигнута проведением стимулирующей денежно-кредитной политики.

2. Стабильность цен

Одной из целей денежно-кредитной политики является стабилизация уровня цен, потому что колебания цен приводят к неопределенности и нестабильности для экономики. Постоянные колебания цен оказывает негативное влияние, так как они порождают избыточные потери всем экономическим субъектам и домохозяйствам.

Политика ценовой стабильности устраняет циклические колебания, создает экономическую устойчивость, помогает уменьшить неравенство доходов и богатства, обеспечивает социальную справедливость и способствует экономическому благосостоянию.

Однако существуют определенные трудности в проведении политики стабильного уровня цен. Первая проблема связана с типом стабилизируемого уровня цен. Следует ли стабилизировать относительный или общий уровень цен, оптовую или розничную торговлю, товаров народного потребления или товаров производителя? В отношении

² Под "фрикционной" безработицей следует понимать ситуацию, которая может побудить отдельного человека или группу людей скорее вовсе не работать, чем согласиться на заработную плату, полезность которой для них ниже их минимума

выбора уровня цен нет конкретных критериев. Оптимальным решением было бы попытаться стабилизировать уровень цен, который включал бы цены на потребительские товары, а также заработную плату. Но это потребует увеличения количества денег, но не на столько, сколько подразумевается в стабилизации цены потребительских товаров. Во-вторых, инновации могут снизить себестоимость продукции и политика стабильных цен может принести большую прибыль производителям за счет потребителей и наемных работников.

В открытой экономике, которая импортирует сырье и другие промежуточные продукты по высоким ценам, стоимость производства отечественных товаров будет расти. В свою очередь политика стабильных цен будет снижать прибыль и замедлять дальнейшие инвестиции. В сложившихся условиях политика стабильных цен не только несправедлива, но и противоречит экономическому прогрессу.

Несмотря на эти недостатки, большинство экономистов предпочитают политику стабильных цен. Но проблема заключается в определении стабильности цен. Стабильность цен не означает, что цены остаются неизменными на неопределенный срок. Цены будут меняться, поскольку изменение потребительских вкусов изменяет состав спроса. Вместе с этим изменения цен выполняют роль механизма распределения ресурсов в рыночной экономике.

Поскольку современная экономика, как правило, демонстрирует довольно жесткую нисходящую гибкость цен, дифференциальные изменения цен могут быть достигнуты только путем постепенного повышения совокупного уровня цен в долгосрочной перспективе. Кроме того, цены могут быть также изменены, если цены на импортные товары увеличиваются или политика налогообложения ведет к росту внутренних издержек производства.

Также ценовая стабильность прежде всего означает стабильность соответствующего индекса цен. Ценовая стабильность может поддерживаться в соответствии с антициклической денежно-кредитной политикой, то есть мягкой денежно-кредитной политикой во время спада и жесткой денежно-кредитной политики во время бума.

3. Экономический рост

Одной из важнейших задач денежно-кредитной политики в последние годы является экономический рост экономики. Экономический рост определяется как процесс, при котором реальный доход на душу населения в стране увеличивается в течение длительного периода времени. Чаще всего этот показатель отражается показателем

изменения темпов роста валового внутреннего продукта, то есть измеряется увеличением количества товаров и услуг, производимых в стране. Растущая экономика производит больше товаров и услуг в каждый последующий период времени, и, наоборот.

Таким образом, рост происходит, когда увеличивается производственная способность экономики. В более широком аспекте экономический рост подразумевает повышение уровня жизни людей и сокращение неравенства в распределении доходов. Все согласны с тем, что экономический рост является желательной целью для страны. Но нет согласия по поводу ее целевых ориентиров, а именно годовых темпов роста, которые должна достичь экономика.

Как правило, экономисты верят в возможность постоянного роста. Это убеждение основано на предположении, что инновации имеют тенденцию к увеличению производственных технологий как капитала, так и труда с течением времени. Но есть большая вероятность того, что экономика может не расти, несмотря на технологические инновации.

Производство может не увеличиться по причине отсутствия спроса, что может замедлить рост производственных мощностей экономики. Экономика не может развиваться дальше, если нет улучшения качества рабочей силы в соответствии с новыми технологиями.

Однако монетарные власти не всегда учитывают стоимость роста. Ведь рост не является безграничным, поскольку в каждой экономике ресурсов недостаточно. Все факторы имеют альтернативные издержки. Так производство большего количества одного конкретного продукта будет означать уменьшение в отношении другого.

Новые технологии приводят к замене изношенного оборудования, а, следовательно, и рабочая сила в этот период нестабильна, потому что не все могут в период технологического обновления производства получить необходимые навыки для выполнения своих обязанностей.

Более того, быстрый рост приводит к урбанизации и индустриализации с их неблагоприятным воздействием на структуру жизни и окружающей среды. Окружающая среда становится загрязненной. Развивается социальная напряженность. Но рост имеет и другие более фундаментальные последствия для нашей окружающей среды, и сегодня люди не уверены в том, что неограниченный рост стоит тех затрат, которые приводят к изменению, иногда и к ухудшению или даже разрушению окружающей среды. Однако представляется очевидным, что рост не остановится из-за экологических проблем и что

человечество должно научиться справляться с экологической проблемой или столкнуться с ее последствиями.

Главная проблема заключается в том, в какой степени денежно-кредитная политика может привести к росту экономики? Трудно сказать что-то определенное по этому вопросу. Монетарные власти могут влиять на рост путем контроля реальной процентной ставки и, как следствие, влияние на уровень инвестиций в экономику страны.

Реализуя мягкую денежно-кредитную политику и снижая процентные ставки, можно повысить уровень инвестиций в страну, что способствует экономическому росту. Денежно-кредитная политика также может способствовать росту, помогая поддерживать стабильность доходов и цен.

Удерживая экономические колебания и избегая глубоких негативных изменений, денежно-кредитная политика помогает в достижении цели экономического роста. Поскольку быстрые и переменные темпы инфляции препятствуют инвестициям и неблагоприятно влияют на рост, денежно-кредитная политика помогает контролировать гиперинфляцию. Аналогичным образом, благодаря разумной денежно-кредитной политике, поощряющей инвестиции, можно тем самым увеличить экономический рост.

Жесткая денежно-кредитная политика затрагивает небольшие фирмы больше, чем крупные фирмы, а более высокие процентные ставки оказывают большее влияние на небольшие инвестиции, чем на крупные промышленные инвестиции. Поэтому денежно-кредитная политика должна быть такой, чтобы поощрять инвестиции и в то же время контролировать уровень инфляции, чтобы способствовать росту и контролировать экономические колебания.

4. Платежный баланс

Еще одна цель денежно-кредитной политики заключается в поддержании равновесия платежного баланса. Достижение этой цели обусловлено феноменальным ростом мировой торговли в сравнении с ростом международной ликвидности. Также признается, что дефицит платежного баланса будет препятствовать достижению других целей.

Это связано с тем, что дефицит платежного баланса ведет к значительному оттоку накопленных резервов. Но не совсем ясно, что представляет собой равновесие платежного баланса. Очевидно, что страна с чистым уровнем долга должна иметь избыток для его погашения в течение достаточно короткого периода времени. После погашения этой части долга и достижения адекватного уровня резерва образуется нулевой баланс, который будет сохраняться с течением времени и будет соответствовать цели проводимой

денежно-кредитной политики. Но как этот баланс должен быть достигнут – на торговом счете или на счете движения капитала? ... Счет капиталов должен рассматриваться как выполнение лишь кратковременной чрезвычайной роли в периоды кризисов.

Также встает справедливый вопрос: каков целевой показатель платежного баланса страны необходимо определить при проведении денежно-кредитной политики? Скорее всего когда импорт равняется экспорту. Но на практике страна, чьи текущие резервы иностранной валюты недостаточны, будет иметь небольшой экспортный излишек в качестве целевого показателя платежного баланса. Но когда его резервы станут достаточными, политика будет направлена на равенство импорта и экспорта. Это связано с тем, что излишек экспорта означает, что страна накапливает валюту и производит больше, чем она потребляет: это приведет к низкому уровню жизни людей. Но эта ситуация не может продолжаться длительное время, потому что другая страна должна иметь избыток импорта и для того, чтобы избежать этого, она наложила бы торговые ограничения на страну-экспортера. Таким образом, достижение равновесия платежного баланса становится императивной целью денежно-кредитной политики в стране.

Таким образом, дефицит платежного баланса отражает чрезмерную денежную массу в экономике. В результате люди обменивают свои избыточные денежные запасы на иностранные товары и ценные бумаги. В рамках системы фиксированных обменных курсов центральный банк должен будет продавать валютные резервы и покупать внутреннюю валюту для устранения избыточного предложения национальной валюты. Таким образом, равновесие будет восстановлено в платежном балансе.

С другой стороны, если денежная масса ниже существующего спроса на деньги по данному обменному курсу, в платежном балансе будет избыток. Следовательно, люди приобретают внутреннюю валюту, продавая товары и ценные бумаги иностранцам. Они также будут стремиться накапливать дополнительные денежные средства, ограничивая свои расходы относительно их доходов. Центральный банк, со своей стороны, будет покупать избыток иностранной валюты в обмен на внутреннюю валюту для устранения дефицита национальной валюты.

Компромисс в целях денежно-кредитной политики

Четыре цели денежно-кредитной политики, рассмотренные выше, не являются взаимодополняющими друг другу. Скорее, они конфликтуют друг с другом. Если правительство пытается реализовать и достичь одну цель, некоторые другие цели будут достигнуты частично, либо вовсе нереализованы. Правительству стоит пренебречь одним,

чтобы достичь другое. Таким образом, невозможно одновременно выполнять все эти задачи. Ниже мы обсудим конфликты или компромиссы между различными целями.

1. Полная занятость и экономический рост

Большинство экономистов считают, что существует определенный конфликт между полной занятостью и экономическим ростом. Полная занятость согласуется с 4-х процентной безработицей в экономике. Таким образом, отношения между полной занятостью и экономическим ростом сводятся к компромиссу между безработицей и ростом. Периоды высокого роста связаны с низким уровнем безработицы, а периоды низкого роста с ростом уровня безработицы.

В 1961 году установлена связь между реальным валовым национальным продуктом (ВНП) и изменениями уровня безработицы. Эта связь стала известна как Закон Оукена³. В этом законе говорится, что на каждые три процентных пункта прирост реального ВНП уровень безработицы снижается на один процентный пункт каждый год.

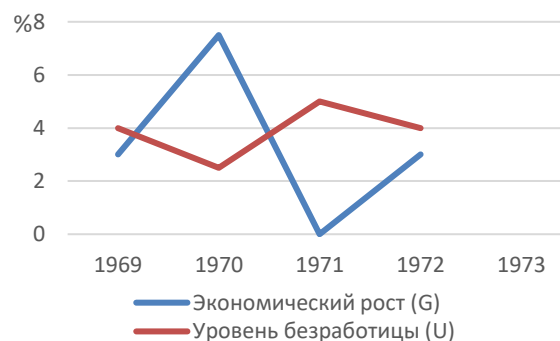


Рисунок 1 – Зависимость между показателями безработица и экономическим ростом

Это показано на рисунке 1, где кривая U представляет собой безработицу, кривая G - реальный рост экономики. Начнем с того, что экономика растет на 3 процента, уровень безработицы составляет 4 процента. В течение 1970 года, когда реальный ВНП увеличился на 4,5 процента (с 3 процентов до 7,5 процента), уровень безработицы снизился на 1,5 процента (с 4 процентов до 2,5 процента). В следующем году 1971 года темпы роста экономики упали до нуля, а уровень безработицы вырос до 5 процентов. В последующем 1972 году реальные темпы роста увеличились до 3 процентов, а уровень безработицы снизился до 4 процентов.

Однако некоторые экономисты утверждают, что уровень безработицы увеличивается по мере роста темпов роста. Экономический рост приводит к

³ Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2006

перераспределению ресурсов в экономике, в результате чего происходит изменение типа и количества требуемой рабочей силы. Существует сдвиг в спросе на рабочую силу из одного сектора экономики в другой. Это порождает секторальную безработицу. Это особенно важно, когда рост является результатом технологических инноваций, которые являются трудосберегающими и требуют более квалифицированных рабочих. Таким образом, неквалифицированные рабочие являются неконкурентноспособными на рынке труда, потому что они отказываются от работы с автоматизацией. Тем не менее занятость может увеличиваться одновременно с ростом, если спрос возрастает на 3 процента в год, а производительность возрастает на 4 процента в год, объем производства будет расширяться и занятость будет снижаться. В этих условиях правительству следует принять такую монетарную политику, которая должна повысить общий спрос в экономике.

2. Экономический рост и стабильность цен

Существует конфликт между целями экономического роста и ценовой стабильности. Спрос на товары и услуги возрастает в результате поступления инвестиций в крупном размере и последующего увеличения доходов. Это приводит к инфляционному росту цен, особенно когда достигается уровень полной занятости.

В конечном счете, когда новые ресурсы будут развиваться, а рост приведет к производству большего количества товаров, будет реализован инфляционный рост цен. Но такой рост цен будет одновременно с ростом экономики, и он будет умеренным и постепенным.

3. Полная занятость и стабильность цен

Одной из целей денежно-кредитной политики в 1950-х годах было обеспечение полной занятости с ценовой стабильностью. Но исследования Филиппса в 1960-х годах создали конфликт между этими двумя целями. Эти результаты объясняются кривой Филиппса.

Они предполагают, что полная занятость может быть достигнута за счет увеличения инфляции и что стабильность цен может быть достигнута за счет безработицы в размере от 5 до 6 процентов. Экономисты не находят конфликта между безработицей и ценовой стабильностью. Они считают, что пока есть безработные ресурсы, будет стабильность цен. Цены начинают расти только при полной занятости ресурсов.

Это проиллюстрировано на рисунке 2, где процент неиспользованных ресурсов (или безработных) берется по горизонтальной оси, а процентное изменение уровня цен берется по вертикальной оси. Таким образом, каждая точка указывает процент

безработных вместе с уровнем цен. Согласно этой теории, пока ресурсы (U_1 , U_2 и U_3) не работают, уровень цен остается постоянным в P_0 . Только когда экономика достигает полного уровня занятости F , цены растут от P_0 до P_1 до P_2 к P_3 с последовательным увеличением спроса.

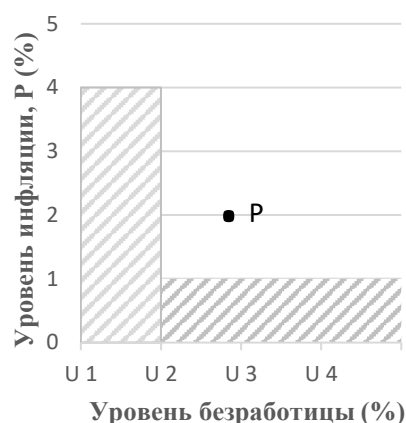


Рисунок 2 – Зависимость между безработицей и ценовой стабильностью (кривая Филипса)

Таким образом, нет никакого конфликта между безработицей и стабильными ценами, о чем свидетельствует затемненная область фигуры. Однако политические последствия таких отношений заключаются в том, что не может быть конфликта между полной занятостью и ценовой стабильностью, пока экономика находится в затемненной области.

Это связано с тем, что при полной занятости ресурсы не имеют избыточного предложения, и если правительство контролирует избыточный спрос посредством соответствующей денежно-кредитной политики, будет стабильность уровня цен. Но если экономика находится в точке P, которая может считаться точкой на кривой Филипса, будет возникать конфликт между целями полной занятости и ценовой стабильности.

4. Полная занятость и платежный баланс

Существует серьезный политический конфликт между полной занятостью и платежным балансом. Полная занятость всегда связана с дефицитом платежного баланса. На самом деле проблема заключается в поддержании внутреннего баланса или внешнего баланса. Если есть дефицит платежного баланса, тогда политика сокращения расходов приведет к сокращению импорта, но это приведет к росту безработицы в стране.

Если правительство повысит совокупные расходы в целях увеличения занятости, это увеличит спрос на импорт, создав тем самым неравновесие в платежном балансе.

5. Стабильность цен и платежный баланс

По-видимому, не существует конфликта между целями ценовой стабильности и платежного баланса в стране. Денежная политика направлена на борьбу с инфляцией, чтобы препятствовать импорту и стимулировать экспорт, и, таким образом, она помогает в достижении равновесия платежного баланса.

Однако, если правительство пытается минимизировать или полностью устранить безработицу и допускает незначительный уровень инфляции в экономике, возникает конфликт между этими двумя целями. Повышение уровня цен будет препятствовать экспорту и стимулировать импорт, что приведет к неравновесию в платежном балансе. Но этого может не случиться, если цены будут расти одинаковыми темпами в других странах мира.

Цели денежно-кредитной политики

Выбор цели денежно-кредитной политики определяется механизмом, посредством которого стабилизируются производство, занятость и цены. Поскольку ни один из инструментов политики денежно-кредитного регулирования не работает напрямую с этими переменными, разработчики политики полагаются на промежуточные цели, которые, по их мнению, могут хорошо контролироваться с помощью инструментов, находящихся в их распоряжении, и которые тесно связаны посредством механизма передачи с конечными целями производства, занятости и уровня цен. Для денежно-кредитной политики существуют три целевые переменные. Это денежная масса, доступность кредита и процентные ставки.

1. Денежное обращение

Что касается регулирования денежной массы, то центральный банк не может напрямую контролировать производственный выпуск и цены. Центральный банк располагает инструментом, определяющим скорость роста денег.

Милтон Фридман предположил, что денежная масса должна быть устойчивой в размере от 3 до 5 процентов в год для плавного роста экономики и ухода от инфляционных и рецессивных тенденций⁴.

2. Объемы кредитов и процентных ставок

Объемы кредитов и процентных ставок являются двумя другими целевыми переменными денежно-кредитной политики. Экономисты называют их «условиями денежного рынка», которые касаются краткосрочных процентных ставок и «свободных резервов» банковской системы (т.е. избыточных резервов за вычетом резервов).

⁴ <http://popecon.ru/253-chto-takoe-denezhnoe-pravilo-milmana-fridmana.html>

Денежные власти могут влиять на краткосрочные процентные ставки. Они могут изменить условия кредитования и повлиять на экономическую деятельность путем нормирования кредита или других средств. Денежные власти влияют на экономическую деятельность, следуя реализации мягкой или стимулирующей денежно-кредитной политики за счет низких и / или падающих краткосрочных процентных ставок и жесткой или сдерживающей денежно-кредитной политики за счет высоких и / или растущих краткосрочных процентных ставок.

Ограничения

Использование процентных ставок и доступности кредитов в качестве целевых переменных сопряжено с рядом трудностей:

- 1) Без сомнения, процентные ставки и предложение кредитных ресурсов влияют на расходы, но не могут быть определены масштабы и сроки воздействия их изменений.
- 2) Что касается процентных ставок, то реальная процентная ставка имеет экономическое значение, а не номинальная процентная ставка.

Можно контролировать и наблюдать за изменениями номинальной процентной ставки, а не реальной процентной ставки, поскольку трудно измерить ожидаемый уровень инфляции цен. Когда денежные власти повышают номинальную процентную ставку, реальная процентная ставка также будет расти, при прочих равных условиях. Но это происходит не всегда, потому что, когда повышаются денежные процентные ставки, ожидания инфляции цен растут. При таких обстоятельствах повышение номинальной процентной ставки может быть связано с падением ожидаемой реальной ставки. Таким образом, номинальная процентная ставка не является хорошей целью денежно-кредитной политики.

- 3) Использование кредитоспособности в качестве денежной цели не помогает в денежно-кредитной политике. Предположим, что есть сокращение доступности кредита, оно может быть компенсировано кредитными потоками. Кроме того, трудно предсказать объемы сокращения / увеличения доступности кредита.

3. Промежуточные цели

Денежная масса и процентная ставка являются промежуточными целями денежно-кредитной политики. Фактически, они являются конкурирующими целями. Центральный банк может либо ориентироваться на определенный темп роста денежной массы, либо на определенном уровне процентной ставки. Он не может одновременно использовать обе цели.

Целью денежного предложения является потеря контроля над процентной ставкой, в то время как целевой процентный показатель означает потерю контроля над денежной массой. Предположим на рисунке 3, что целевая денежная масса, установленная центральным банком, равна MS , а функция спроса на деньги - MD .

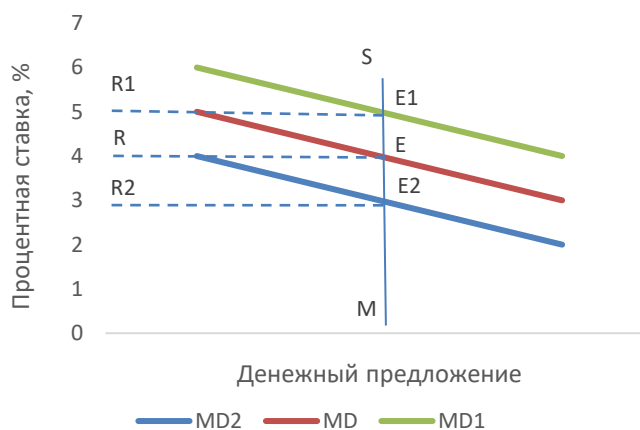


Рисунок 3 – Денежный спрос/предложение и процентная ставка

Они пересекаются в точке E и определяют процентную ставку R . При увеличении спроса на деньги кривая MD смещается вверх до $MD1$, которая пересекает кривую MS на $E1$ и определяет более высокую процентную ставку $R1$. Наоборот, падение спрос на деньги сдвигает кривую вниз до $MD2$, чтобы снизить процентную ставку до $R2$. Таким образом, с денежной массой, установленной центральным банком, процентная ставка изменяется с колебаниями спроса на деньги между $R1$ и $R2$.

Теперь предположим, что на рисунке 4, R - целевая процентная ставка, когда MS и MD являются исходными денежными предложениями и кривыми спроса на деньги. Если спрос на деньги сдвинется вверх от MD до $MD1$, центральному банку придется увеличить денежную массу от MS до $M1S1$, чтобы соответствовать денежному требованию для поддержания целевой процентной ставки R . В противоположность этому ему придется уменьшить денежную массу до $M2S2$, в случае падения спроса на деньги $MD2$, чтобы процентная ставка стабилизировалась на уровне R . Следовательно, для поддержания целевой процентной ставки центральный банк должен отказаться от контроля над денежной массой.

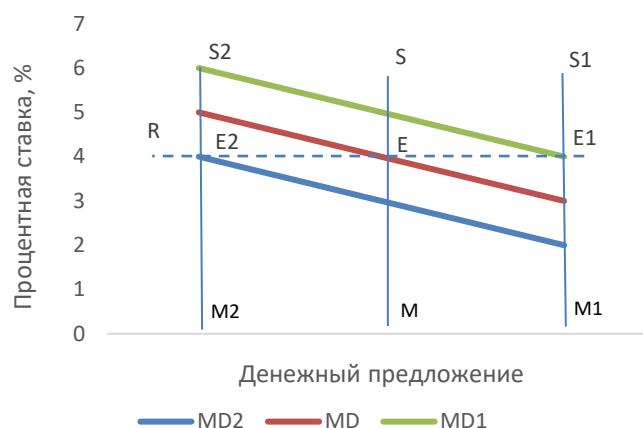


Рисунок 4 – Денежный спрос/предложение и процентная ставка

Из двух целей, связанных с денежной массой и процентной ставкой, монетаристы предпочитают денежную по разным причинам.

Во-первых, денежную массу можно измерить, в то время как существует широкое разнообразие процентных ставок. Поэтому сложно регулировать номинальные процентные ставки до реальных процентных ставок.

Во-вторых, связь с денежной массой и номинальным ВВП является более прямой и предсказуемой, чем связь интересов с номинальным ВВП.

4. Рыночный доход по акциям

Тобин предлагает рыночную доходность по капиталу как целевую переменную для денежно-кредитной политики [6]. По его словам, денежно-кредитные власти должны попытаться приравнять эту доходность к реальной прибыли, ожидаемой от инвестиций в физический капитал. Когда реальная норма рентабельности собственного капитала растет, стоимость существующего основного оборудования падает, что препятствует покупке нового основного оборудования. Напротив, инвестиции поощряются, когда стоимость производства нового капитала меньше его рыночной стоимости.

Таким образом, оценка инвестиционных товаров относительно их стоимости является надлежащей целью денежно-кредитной политики. Эта цель превосходит другие цели, поскольку рыночную стоимость собственного капитала можно легко наблюдать, а показатель рыночной стоимости можно сравнить с индексом цен на инвестиционные товары.

Несмотря на это, трудно сравнить стоимость существующих активов со стоимостью вновь созданных активов. Кроме того, невозможно связать инвестиции с

изменениями цен на фондовом рынке. Поэтому нецелесообразно принимать рыночную доходность по капиталу как единственную цель денежно-кредитной политики.

Таким образом из числа различных целей денежно-кредитной политики рекомендуется, чтобы монетарные власти не полагались на какую-либо одну цель. Они должны выбирать цели в соответствии с преобладающими экономическими и финансовыми условиями. Процентная ставка более подходит в краткосрочной перспективе. Но в конечном итоге денежным властям рекомендуется регулировать и тщательно изучать вопросы кредитной доступности и денежного обращения.

Типы денежной политики

1. Стимулирующая денежно-кредитная политика

Стимулирующая (или мягкая) денежно-кредитная политика используется для преодоления рецессии или дефляционного разрыва. Когда наблюдается снижение потребительского спроса на товары и услуги, а также спрос на товары для бизнеса, возникает дефляционный разрыв. Центральный банк начинает проводить стимулирующую денежно-кредитную политику, которая облегчает условия кредитного рынка и ведет к росту совокупного спроса. С этой целью центральный банк покупает государственные ценные бумаги на открытом рынке, снижает резервные требования банков-участников, снижает ставку дисконтирования и поощряет потребительский кредит и кредиты для бизнеса посредством выборочных кредитных мер. Благодаря таким мерам, он снижает стоимость и доступность кредита на денежном рынке и улучшает экономику.

Фундаментальная денежно-кредитная политика объясняется на рисунке 5 (А) и (В), где исходное равновесие рецессии находится при R, Y, P и Q. При процентной ставке R на рисунке 5 (А) отражена избыточная денежная масса в экономике.

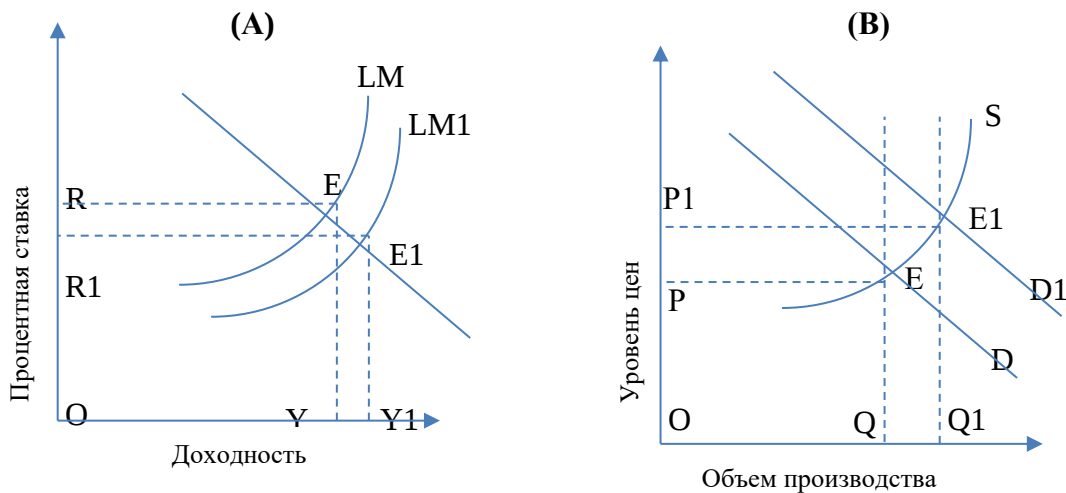


Рисунок 5 - Спрос и предложение товаров, уровень цен и процентная ставка

Предположим, что кредитная политика центрального банка приводит к увеличению денежной массы в экономике. Это приводит к смещению вправо LM к LM1. Это увеличивает доход от OY до OY1, а совокупный спрос расширяется, а кривая спроса D сдвигается вверх до D1 на панели (В). С увеличением спроса на товары и услуги объем производства увеличивается с OQ до OQ1 на более высоком уровне цен P1. Если стимулирующая денежно-кредитная политика работает плавно, равновесие на E1 может быть на уровне полной занятости.

Но этого вряд ли можно достичь из-за следующих ограничений:

Масштаб и ограничения

В течение 1930-х и 1940-х годов считалось, что успех денежно-кредитной политики в стимулировании восстановления после депрессии был сильно ограничен, чем в борьбе с бумом и инфляцией. Эта точка зрения возникла из опыта Великой депрессии и появления общей теории Кейнса.

Монетаристы считают, что во время депрессии центральный банк может увеличить резервы коммерческих банков посредством проведения мягкой денежной политики. Центральный банк может это сделать, покупая ценные бумаги и снижая процентную ставку. В результате увеличивается способность коммерческих банков

предоставлять кредитные услуги заемщикам. Но опыт Великой депрессии показал, что в этой ситуации, когда у бизнесменов есть пессимизм, успех такой политики практически нулевой.

В такой ситуации банки беспомощны в восстановлении. Поскольку деловая активность практически равная нулю и у бизнесменов нет склонности заимствовать ресурсы для создания запасов, даже если процентная ставка очень низкая. Скорее, они предпочтут сократить свои запасы путем погашения кредитов, уже привлеченных из банков. Более того, вопрос о заимствованиях для долгосрочных потребностей в капитале не возникает в период кризиса, когда бизнес-активность уже находится на очень низком уровне.

То же самое происходит с потребителями, которые столкнулись с безработицей и сокращением доходов. Они не расположены покупать какие-либо товары длительного пользования, используя банковский кредит. Таким образом, всё, что банки могут предпринять, это сделать доступным кредит, но они не могут заставить предпринимателей и потребителей принять его. В 1930-е годы очень низкие процентные ставки и накопление неиспользуемых резервов в банках не оказали существенного влияния на устранение периода депрессии в экономике.

Однако это не означает, что мягкая денежно-кредитная политика не будет иметь благоприятный эффект. Прежде всего ее влияние в значительной степени будет отражено на предотвращение ухудшения ситуации. В свою очередь ограничительная денежно-кредитная политика в сочетании с экономическим спадом наверняка усугубит спад. Классическим примером этой ситуации была денежная политика в 1931 году, которая способствовала углублению Великой депрессии. С другой стороны, если кредит легко доступен на благоприятных условиях, он явно оказывает стабилизирующий эффект и может замедлить и, возможно, уменьшить масштабы спада.

Но что привело к снижению эффективности денежной политики в 1930-х и 1940-х годах? В дополнение к печальному и разочаровывающему опыту во время Великой депрессии и после нее, общая теория Кейнса привела к снижению эффективности денежной политики как инструмента экономической стабилизации. Кейнс объяснил это тем, что график высокой эластичности ликвидности (ловушка ликвидности) делает денежную политику бессильной во время тяжелой депрессии или глубокого кризиса.

2. Ограничительная денежно-кредитная политика

Денежная политика, направленная на сокращение совокупного спроса, называется ограничительной (или жесткой) денежно-кредитной политикой. Она используется для

преодоления инфляционного разрыва. Экономика испытывает инфляционное давление из-за роста спроса потребителей на товары и услуги, а также бум инвестиций в бизнес. Центральный банк начинает ограничительную денежно-кредитную политику, чтобы снизить совокупное потребление и инвестиции за счет увеличения стоимости и доступности банковского кредита.

Это может быть сделано путем продажи государственных ценных бумаг на открытом рынке посредством повышения резервных требований банков-участников, повышения ставки дисконтирования и контроля за потребительским кредитом. Благодаря таким мерам, центральный банк увеличивает стоимость и доступность кредита на денежном рынке и тем самым контролирует инфляционное давление.

Масштаб и ограничения

Денежно-кредитная политика сильно ограничена в борьбе с инфляцией.

Ниже приведены ограничения

1. Увеличение скорости денег

Одним из ограничений эффективности денежно-кредитной политики в борьбе с инфляцией является увеличение скорости денежных средств, находящихся в распоряжении экономических субъектов и домашних хозяйств. Центральный банк может контролировать денежную массу и стоимость денег за счет проведения жесткой денежно-кредитной политики, но у него нет возможности контролировать скорость движения денег. Экономические субъекты могут эффективно использовать денежную массу, находящуюся у них, тем самым делая неэффективной ограничительную денежно-кредитную политику. Это можно сделать несколькими способами.

(а) Корректировка портфеля коммерческих банков

В условиях проведения жесткой денежно-кредитной политики коммерческие банки удовлетворяют спрос заемщиков на кредиты, продавая государственные ценные бумаги центральному банку. В этом случае банки просто конвертируют свои инвестиции, удерживаемые ими в форме ценных бумаг, в активные депозиты. Государственные ценные бумаги, лежащие в портфелях банка, заменяются кредитами. Но нет никаких изменений в общем объеме депозитов или денежной массы в банках. Однако это приводит к увеличению общих расходов, когда банки предоставляют деньги заемщикам. Таким образом, ограничительная денежно-кредитная политика центрального банка становится неэффективной.

Более того, когда банки продают государственные ценные бумаги центральному банку, их цены падают, и процентные ставки на них растут на рынке. Это повысит общую

структуру процентных ставок на рынке. Но падение цен на ценные бумаги приносит потери в капитале банков. Это зависит от того, ожидают ли банки, что падение цен на бумаги (или повышение процентной ставки) будет кратковременным или монетарные власти решат продолжить свою политику на более длительный срок.

Если ожидается, что падение цен на ценные бумаги будет все таки краткосрочным, то банки предпочтут удерживать ценные бумаги, а не продавать их с потерями. С другой стороны, если они ожидают, что это продолжится на более длительный срок, то в какой-то момент, они будут продавать ценные бумаги для предоставления кредитов клиентам по более высоким процентным ставкам, тем самым оправдывая потери капитала при продаже ценных бумаг посредством повышения процентных ставок по кредитам.

Но как только спрос на кредиты уменьшится, банки могут выкупить государственные ценные бумаги по ценам ниже, чем они продали. Таким образом, политика корректировки портфеля коммерческих банков повышает скорость общей денежной массы даже в условиях жесткой денежно-кредитной политики, что делает ее неэффективной.

(б) Роль небанковских финансовых организаций

Небанковские финансовые организации оказывают сдерживающее воздействие в отношении эффективности денежно-кредитной политики по ограничению денежной массы следующими способами.

Во-первых, они продают ценные бумаги с целью увеличения кредитных портфелей и, таким образом, увеличивают скорость так же, как это делают коммерческие банки, как объяснялось выше.

Во-вторых, поскольку процентные ставки по ценным бумагам растут при жесткой денежно-кредитной политике, финансовые посредники повышают процентные ставки по депозитам, чтобы привлечь больше средств у вкладчиков. Это побуждает вкладчиков перекладывать более свободные деньги к небанковским финансовым организациям, которые увеличивают свои кредитные портфели. Таким образом, они могут повысить скорость денег, тем самым делая неэффективной жесткую монетарную политику.

(с) Способы более эффективного использования свободных денежных средств

Частный сектор разработал множество способов более эффективного использования свободных денежных средств, которые имеют сдерживающее воздействие в отношении жесткой монетарной политики. Некоторые из этих методов - это совершенствование методов привлечения средств компаниями по финансированию продаж, привлечение средств компаниями из числа населения по более высоким ставкам,

чем коммерческие банки и т.д. Привлекая денежные средства из других источников, а не только используя канал коммерческих банков, такие учреждения способны увеличить скорость доступного денежного предложения даже при проведении ограничительной денежно-кредитной политики.

2. Дискриминация

Жесткая денежно-кредитная политика является дискриминационной по своим последствиям для отдельных секторов экономики. Считается, что при жесткой денежно-кредитной политике, наименьшее влияние оказывается на компании, которые привлекают средства от внутренних источников финансирования. В свою очередь, в данной ситуации больше затронуты интересы тех компаний, которые зависят от канала банковского заимствования. В частности, считается, что жесткая денежно-кредитная политика работает против мелких предпринимателей, а также против жилищного строительства и некоторых видов государственных и местных органов власти, поскольку они наиболее чувствительны к изменениям в стоимости кредита.

3. Угроза кредитным рынкам

Если центральный банк ужесточает кредитную активность, а инвесторы ожидают дальнейшего роста процентных ставок, это может привести к сокращению притока ссудных средств на кредитный рынок. В результате чего ценные бумаги не могут быть проданы, а кредитный рынок может перестать функционировать.

4. Изменение ожидания заемщиков и кредиторов

Очень жесткая денежно-кредитная политика может изменить ожидания заемщиков и кредиторов. Поэтому они приносят необратимые изменения в условиях кредитного рынка. Быстрый рост процентных ставок может так изменить ожидания, что даже когда эта политика будет отменена и начнется политика смягчения, кредиторы могут неохотно давать долгосрочные кредиты в ожидании повышения процентных ставок. С другой стороны, заемщики могут заимствовать долгосрочные средства, даже если они не нуждаются в них немедленно в ожидании повышения процентных ставок в будущем.

5. Временные задержки

Другим важным ограничением жесткой денежно-кредитной политики является наличие временных задержек. Поскольку денежно-кредитные власти не могут принять ограничительные денежные меры в один момент из-за этих временных задержек, денежно-кредитная политика работает очень медленно и, следовательно, не очень эффективна в борьбе с инфляцией.

Роль денежно-кредитной политики в развивающейся экономике

Денежно-кредитная политика в развивающихся странах играет важную роль в увеличении темпов роста экономики, влияя на стоимость и доступность кредитов, контролируя инфляцию и сохраняя равновесие в платежном балансе. Таким образом, основными целями денежно-кредитной политики в такой стране являются контроль за кредитами для контроля уровня инфляции и стабилизации уровня цен, стабилизации обменного курса, достижения равновесия в платежном балансе и содействия экономическому развитию.

1. Контроль инфляционного давления

Денежно-кредитная политика требует использования как количественных, так и качественных методов кредитного контроля. Из инструментов денежно-кредитной политики операции на открытом рынке не преуспевают в борьбе с инфляцией в развивающихся странах, поскольку рынок ценных бумаг относительно небольшой и менее развит, чем в развитых странах.

Коммерческие банки неохотно вкладывают средства в государственные ценные бумаги из-за относительно низких процентных ставок. Более того, вместо инвестирования в государственные ценные бумаги они предпочитают хранить свои резервы в более ликвидной форме, такие как золото, валюта и наличные деньги. Коммерческие банки также менее активны в проведении операций заимствования у центрального банка.

Политика банковских ставок также не столь эффективна в таких странах из-за:

- (i) небольшого размера рынка ценных бумаг
- (ii) присутствие бартерных сделок в экономике
- (iii) хранение больших денежных резервов коммерческими банками
- (iv) наличие неорганизованного денежного рынка.

Использование коэффициента резервирования как инструмента денежно-кредитной политики более эффективно, чем операции на открытом рынке. Поскольку рынок ценных бумаг в таких странах невелик, а операции на открытом рынке не увенчались успехом.

Но увеличение или снижение коэффициента резервирования Центральным банком уменьшает или увеличивает наличные деньги, находящиеся в коммерческих банках. Опять же, коммерческие банки хранят большие денежных резервов, которые не могут быть уменьшены путем продажи ценных бумаг центральным банком.

Но повышение коэффициентов резервирования наличности снижает ликвидность в банках. Использование коэффициента резервирования имеет определенные ограничения. Небанковские финансовые посредники не хранят депозиты в центральном банке, поэтому они не затрагиваются им. Во-вторых, банки, которые не имеют избыточную ликвидность, более подвержены влиянию, чем те, кто ее имеют.

Однако качественные меры кредитного контроля более эффективны, чем количественные меры, влияющие на распределение кредитов и, тем самым, структуру инвестиций. В развивающихся странах существует сильная тенденция инвестировать в золото, ювелирные изделия, недвижимость и т.д., а не в альтернативные производственные каналы, доступные в сельском хозяйстве, горнодобывающей промышленности, плантациях и промышленности.

Контроль избирательного кредита более подходит для контроля и ограничения кредитных средств для таких непроизводительных целей. Они полезны для контроля спекулятивной деятельности в зерновых и сырьевых продуктах. Они оказываются более полезными для контроля «секторальных инфляций в экономике».

Эти меры сокращают спрос на импорт, делая обязательным для импортеров заранее внести сумму, равную стоимости иностранной валюты. Это также влияет на уменьшение резервов банков, поскольку их депозиты передаются Центральному банку. Избирательные меры контроля кредита могут принимать форму изменения требований маржи к определенным видам обеспечения, регулированию потребительского кредита и нормированию кредита.

2. Достижение стабильности цен

Денежная политика является важным инструментом достижения ценовой стабильности. Это обеспечивает надлежащую корректировку между спросом и предложением денег. Дисбаланс между ними будет отражаться на уровне цен. Недостаток денежной массы будет замедлять рост, а превышение этого приведет к инфляции.

По мере развития экономики спрос на деньги увеличивается из-за постепенного увеличения уровня монетизации, а также увеличения сельскохозяйственного и промышленного производства. Это приведет к увеличению спроса на транзакции и спекулятивные мотивы. Поэтому денежно-кредитные власти должны будут увеличить денежную массу более чем пропорционально спросу на деньги, чтобы избежать инфляции.

3. Преодоление дефицита платежного баланса

Денежная политика в форме политики процентных ставок играет важную роль в преодолении дефицита платежного баланса. Слаборазвитые страны имеют определенные трудности с платежным балансом для выполнения намеченных целей развития. Чтобы создать инфраструктуру, такую как энергетика, транспорт и т.д., а также производительные виды деятельности, такие как металлургическая промышленность, химическая промышленность, электроэнергетика, удобрения и т.д., слаборазвитые страны вынуждены импортировать оборудование, сырье, запасные части и компоненты. Однако экспорт в таких странах находится на очень низком уровне.

В результате создается дисбаланс между импортом и экспортом, что приводит к нарушению равновесия платежного баланса. Денежная политика может помочь в сокращении дефицита платежного баланса за счет высокой процентной ставки. Высокая процентная ставка привлекает приток иностранных инвестиций и помогает преодолеть разрыв в платежном балансе.

4. Политика процентных ставок

Политика высокой процентной ставки в слаборазвитой стране выступает в качестве стимула к более высоким сбережениям и ускоряет монетизацию экономики, которые необходимы для формирования капитала и экономического роста.

Политика с высокими процентными ставками также носит антиинфляционный характер, поскольку она препятствует заимствованиям и инвестициям в спекулятивных целях и в иностранной валюте. Кроме того, способствует распределению дефицитных капитальных ресурсов на более производительных каналах.

Некоторые экономисты предпочитают политику низких процентных ставок в таких странах, поскольку высокие процентные ставки препятствуют инвестициям. Однако эмпирические данные свидетельствуют о том, что инвестиции в бизнес и промышленность являются неустойчивыми в слаборазвитых странах, поскольку проценты составляют очень низкую долю от общей стоимости инвестиций. Несмотря на эти противоположные взгляды, денежным властям рекомендуется следовать политике дискриминационной процентной ставки - взимать высокие процентные ставки за непроизводительные виды использования и низкие процентные ставки для использования кредитных средств в производственном процессе.

5. Создание банковских и финансовых учреждений

Одной из целей денежно-кредитной политики в слаборазвитой стране является создание и развитие банковских и финансовых учреждений в целях мобилизации и направления сбережений для их последующей трансформации в капитал. Денежно-

кредитные власти должны поощрять создание банковских услуг филиалов в сельских и городских районах.

Такая политика поможет в монетизации секторов экономики и стимулирует экономию и инвестиции для накопления капитала. Монетарные власти также должны организовывать и развивать рынок денег и капитала. Ведь эти площадки необходимы для успешной реализации денежно-кредитной политики, ориентированной на развитие, которая также включает в себя и управление долгом.

6. Управление долгом

Управление долгом является одной из важных функций денежно-кредитной политики в слаборазвитой стране. Политика управления долгом направлена на определение комфортных периодов для выпуска государственных облигаций, создание стабильных цен и минимизацию расходов на обслуживание государственного долга. Основная задача управления долгом - создать условия, при которых государственные заимствования могут увеличиваться из года в год.

Государственные займы необходимы в таких странах для финансирования программ развития и контроля за денежной массой. Однако такие государственные займы должны иметь комфортный уровень процентных ставок.

Таким образом, соответствующая денежно-кредитная политика, как указано выше, помогает контролировать инфляцию, преодолевать разрыв в платежном балансе, поощрять формирование капитала и стимулировать экономический рост.

Ограничения денежно-кредитной политики в слаборазвитых странах

Опыт стран показывает, что денежно-кредитная политика играет ограниченную роль в таких странах.

В поддержку этого мнения приводятся следующие аргументы:

1. Слабый монетизм

Существует слабый монетизм, который препятствует успешному развитию денежно-кредитной политики в таких странах. Люди в основном живут в сельской местности, где практикуется бартер. Следовательно, денежно-кредитная политика не может влиять на этот сегмент экономики.

2. Неразвитые денежные отношения и рынки капитала

3. Большое количество НБФО

4. Высокая ликвидность

Большинство коммерческих банков обладают высокой ликвидностью, так что на них не влияет кредитная политика центрального банка. Это также снижает эффективность денежно-кредитной политики.

5. Иностранные банки

Почти в каждой слаборазвитой стране существуют коммерческие банки, принадлежащие иностранным владельцам. Они также делают денежную политику менее эффективной, продавая иностранные активы и заимствуя деньги из своих головных офисов, когда Центральный банк страны проводит жесткую денежно-кредитную политику.

6. Сжатый баланс банков

Денежная политика также не увенчалась успехом в таких странах, потому что банковские деньги составляют небольшую часть от общей денежной массы в стране. В результате Центральный банк не в состоянии эффективно контролировать кредит.

7. Деньги, недепонированные в Банках

Крупные участники и состоятельные домашние хозяйства не вкладывают деньги в банки, а лишь используют их при покупке ювелирных изделий, золота, недвижимости, в спекуляциях и т.д. Такие действия способствуют инфляционному давлению, потому что они находятся вне контроля денежных властей. Из-за этих ограничений денежно-кредитной политики в развивающихся странах экономисты выступают за использование согласованной налогово-бюджетной политики одновременно с денежно-кредитной.

2 Денежно-кредитная политика как составная часть государственного стратегического планирования

Эффективность денежно-кредитной политики Банка России в большей мере находилась в зависимости от состояния государственного бюджета. Значение этого показателя, например, в середине 90-х годов ограничивалось бюджетным дефицитом консолидированного бюджета Российской Федерации, что являлось следствием значительного сокращения производства в реальном секторе экономики [7].

С ростом цен на нефть и газ (с 2000 г.) бюджетный дефицит был устранен, что привело к постепенному укреплению рубля. Это обстоятельство потребовало от Центрального банка Российской Федерации решение двух задач:

- уменьшение инфляции;
- сдерживание реального курса рубля.

Анализируя используемый в настоящее время инструментарий денежно-кредитной политики государств с экономиками различного типа, следует сделать вывод, что арсенал средств, применяемый в данных конкретных исторических условиях, достаточно ограничен и соответствует как текущему состоянию экономик этих стран и фазе развития денежно-кредитных систем (точнее, финансовой системы в целом), так и стратегическим целям, сформированным политическим руководством.

Как следует из данных, представленных в таблице 2, по ряду стран, отличающихся как укладом экономики, степенью развитости финансовой системы, денежных рынков и даже общественно-экономической формой организации, число и частота использования тех или иных инструментов существенно разнятся. Естественным, что определяющую роль в выборе инструментария национальной кредитно-денежной системы играет эффективность её регуляторных свойств в целом (при этом немаловажное значение имеет синергический эффект, изучению которого при анализе политики монетарных властей уделяется, по-нашему мнению, недостаточно внимания).

Имеющаяся информация также показывает, что наиболее используемым инструментом денежно-кредитной политики в рассматриваемых странах являются операции на открытом рынке. Шестнадцать из восемнадцати рассматриваемых стран пользуются этим регулятором. На втором месте наиболее часто используемых инструментов ставка рефинансирования. На третьем месте норматив минимального обязательного резервирования. К наименее используемым регуляторам можно отнести валютное регулирование и кредитные ограничения (Китай и Малайзия). Вместе с тем,

нельзя не отметить, что на выбор набора инструментов оказывает влияние даже геополитический фактор.

Так, очевидно, что ограниченный инструментарий, используемый монетарными властями Китая, на самом деле таковым не считается, ибо инструменты, играющие определенную роль во взаимодействии с внешним миром «либеральной» экономики используются вне метрополии, а именно, Гонконгом. Разделив, таким образом, весь спектр механизмов на две части и оставив за собой два из них наиболее «грубых», но вследствие этого и эффективных, континентальный Китай предоставил своему анклаву, обладающему сформированной кредитно-денежной системой, соответствующей лучшим мировым образцам, возможность использовать инструменты «тонкой» настройки (таблица 2).

Таблица 2 - Используемые в международной практике инструменты денежно-кредитной политики

Страна	Нормативы обязательного резервирования	Ставка рефинансирования	Операции на открытом рынке	Валютное регулирование	Кредитные ограничения
США					
Великобритания					
Германия					
Япония					
Россия					
Китай					
Индия					
Гонконг					
Корея					
Индонезия					
Малайзия					
Сингапур					
Таиланд					
Аргентина					
Бразилия					
Мексика					
Перу					

Венгрия					
ИТОГО	10	12	16	6	2

Источник: <http://www.reserve-bank.com>

Центральный банк Российской Федерации оказывает влияние на денежно-кредитные условия, экономику и инфляцию главным образом через процентный канал. Отправной точкой для формирования всей структуры процентных ставок финансового сектора являются краткосрочные ставки денежного рынка. Поэтому важно, чтобы они находились на уровне, который обеспечивает достижение цели по инфляции. Для этого Центральный банк Российской Федерации сначала разрабатывает наиболее вероятный макроэкономический сценарий и выбирает траекторию ключевой ставки, обеспечивающую оптимальное достижение цели по инфляции в среднесрочной перспективе. Затем Центральный банк Российской Федерации поддерживает ставки в сегменте овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки, что считается операционной целью денежно-кредитной политики. Центральный банк Российской Федерации обеспечивает достижение операционной цели через управление ликвидностью банковского сектора с помощью инструментов денежно-кредитной политики. В целом система инструментов денежно-кредитной политики была сформирована уже к концу 2013 г. и в последующие годы значительно не менялась. В дальнейшем также не планируется ее существенных изменений.

Достижению операционной цели денежно-кредитной политики также способствует наличие у кредитных организаций постоянной возможности обратиться в Центральный банк Российской Федерации для привлечения или размещения средств на срок 1 день по процентным ставкам на 1 процентный пункт выше или ниже ключевой ставки соответственно. Статистическая информация по факторам формирования ликвидности приведена на официальном сайте Банка России в подразделе «Ликвидность банковского сектора и инструменты денежно-кредитной политики» раздела «Статистика».

Денежно-кредитная политика: стабилизация цен и производство

Центральные банки используют такие инструменты, как процентные ставки, чтобы скорректировать предложение денег, чтобы экономика имела стабильный уровень для экономических субъектов.

Денежная политика имеет несколько моделей ее проведения и регулирования. Но, как бы то ни было, это, как правило, сводится к корректировке предложения денег в

экономике для достижения некоторой комбинации инфляции и стабилизации производства товаров и услуг.

Большинство экономистов согласятся с тем, что в долгосрочной перспективе объем производства, обычно измеряемый валовым внутренним продуктом (ВВП), является фиксированным, поэтому любые изменения денежной массы только приводят к изменению цен. Но в краткосрочной перспективе, поскольку цены и заработная плата обычно не корректируются моментально, изменения в денежной массе могут повлиять на фактическое производство товаров и услуг. Именно поэтому денежно-кредитная политика, обычно проводимая центральными банками, такими как Федеральная резервная система США или Европейским центральным банком, является значимым инструментом политики для достижения как целей инфляции, так и роста.

Например, во время рецессии потребители перестают тратить столько, сколько они тратили до возникновения кризисных явлений. Снижение деловой активности, увольнение работников и прекращение инвестирования в новые мощности могут также упасть. Денежно-кредитная политика часто является антициклическим инструментом выбора.

Такая антициклическая политика привела бы к желаемому расширению производства (и занятости), но, поскольку это влечет за собой увеличение денежной массы, также приведет к росту цен. По мере того, как экономика становится ближе к производству на полную мощность, растущий спрос будет оказывать давление на затраты на ввод производственных мощностей, включая заработную плату. Затем работники используют свой увеличенный доход для покупки большего количества товаров и услуг, дальнейшего ценообразования и заработной платы и подталкивания общей инфляции вверх - политики, которые, как правило, хотят избежать.

Двойные цели

Монетарные власти, ответственные за денежно-кредитную политику, должны регулировать ценовые показатели. В действительности, центральные банки, такие как Европейский центральный банк, которые нацелены только на инфляцию, обычно признают, что они также обращают внимание на стабилизацию производства и поддержание экономики в условиях полной занятости. И у Федеральной резервной системы, у которой есть явная политика «двойной цели» из Конгресса США, цель в области занятости официально признается и находится на равной основе с целью инфляции.

Денежно-кредитная политика - не единственный инструмент для управления совокупным спросом на товары и услуги. Налогово-бюджетную политику правительства разных стран широко использовали ее во время недавнего глобального кризиса. Однако

обычно требуется время, чтобы законодательно изменить налоги и расходы, и как только такие изменения стали законом, их политически сложно отменить. Добавьте к этому опасения, что потребители могут не реагировать на фискальные стимулы (например, они могут сэкономить, а не платить налог), и легко понять, почему денежно-кредитная политика обычно рассматривается как первая линия защиты в стабилизации экономики во время экономического спада. (Исключение составляют страны с фиксированным обменным курсом, где денежно-кредитная политика полностью привязана к обменному курсу.)

Независимая политика

Хотя денежно-кредитная политика является одной из важнейших экономических инструментов правительства, большинство экономистов считают, что денежно-кредитная политика лучше всего проводится центральным банком (или другой организацией монетарной власти), который не зависит от избранного правительства.

Для преодоления проблемы несогласованности целей правительства и монетарных властей, некоторые экономисты предположили, что разработчики политики должны взять на себя обязательство соблюдать правило, которое устраняет полную свободу действий при корректировке денежно-кредитной политики. На практике, однако, все может быть иначе. Решение, которое еще защитит процесс формирования и реализации денежно-кредитной активности от политики и укрепит доверие общественности к приверженности властей к низкой инфляции, заключалось в том, чтобы делегировать денежно-кредитную политику независимому центральному банку, который изолирован от большей части политического процесса - как это было в случае уже в ряде экономик. Данные свидетельствуют о том, что независимость центрального банка действительно связана с более низкой и стабильной инфляцией.

Проведение денежно-кредитной политики

Как центральный банк проводит денежно-кредитную политику? Основной подход - просто изменить размер денежной массы. Обычно это делается посредством операций на открытом рынке, в которых краткосрочный государственный долг обменивается с частным сектором. Если Центральный банк, например, покупает или заимствует государственные ценные бумаги от коммерческих банков, центральный банк будет направлять наличные деньги на счета, называемые резервами, которые необходимы банкам. Это расширяет денежную массу. В отличие от этого, если Центральный банк продает или предоставляет государственные ценные бумаги банкам, платеж, который он получает взамен, уменьшит денежную массу.

Хотя многие центральные банки экспериментировали на протяжении многих лет с явными целями роста денежной массы, такие цели стали гораздо менее распространенными, поскольку корреляция между деньгами и ценами сложнее оценить. Многие центральные банки перешли на инфляцию в качестве своей цели - либо самостоятельно, либо с возможной косвенной целью роста и / или занятости.

Когда центральный банк открыто говорит о денежно-кредитной политике, он обычно фокусируется на процентных ставках, которые он хотел бы видеть, а не на какой-либо конкретной сумме денег (хотя желаемые процентные ставки, возможно, потребуются путем изменения денежной массы). Центральные банки склонны сосредотачиваться на одной «ставке» - как правило, краткосрочной, часто на ночь, ставке, которую банки взимают друг с друга заимствовав денежные средства. Когда центральный банк «вливают» деньги в систему путем покупки или заимствования ценных бумаг, называется политикой «смягчения», ставка снижается. Обычно она поднимается, когда центральный банк затягивается, пополняя резервы. Центральный банк ожидает, что изменения в ставке будут соответствовать всем другим процентным ставкам, которые имеют отношение к экономике.

Механизмы передачи

Изменение денежно-кредитной политики оказывает важное влияние на совокупный спрос и, следовательно, на выпуск и цены. Существует ряд способов передачи политических действий в реальную экономику.

На одном из них традиционно сосредоточен канал процентных ставок. Например, если центральный банк ужесточает свою денежно-кредитную политику, то затраты на заимствование растут и потребители с меньшей вероятностью будут покупать дорогие вещи, которые они обычно приобретают (например, дома или автомобили). Также и предприятия с меньшей вероятностью будут инвестировать в новое оборудование, программное обеспечение или здания. Этот сниженный уровень экономической активности будет соответствовать снижению инфляции, поскольку более низкий спрос обычно означает более низкие цены.

Также повышение процентных ставок ведет к сокращению чистой стоимости бизнеса, что делает его более ограниченным, ведь компания не может претендовать на кредиты по любой процентной ставке, что увеличивает расходы и ценовое давление. Повышение ставок также делает коммерческие банки менее прибыльными в целом и, следовательно, они менее охотно предоставляют кредит. Происходит сокращение канала банковского кредитования. Высокие ставки обычно приводят к повышению курса валюты, поскольку иностранные инвесторы ищут более высокую прибыль и увеличивают свой

спрос на валюту. По каналу обменного курса экспорт сокращается по мере того, как ставки становятся более дорогими, а импорт растет по мере того, как они становятся дешевле. В свою очередь, ВВП сокращается.

Денежно-кредитная политика оказывает существенное дополнительное влияние на инфляцию через ожидания - самореализующийся компонент инфляции. Многие договорные отношения о заработной плате и ценах согласовываются заранее, исходя из прогнозов инфляции. Если разработчики политики повышают процентные ставки и сообщают о дальнейших походах, это может убедить общественность в том, что монетарные власти серьезно настроены держать под контролем инфляцию. В результате долгосрочные контракты будут отражать более скромную заработную плату и рост цен с течением времени, что, в свою очередь, приведет к снижению фактической инфляции.

После наступления глобального финансового кризиса в 2008 году центральные банки во всем мире резко сократили ставки политики - в некоторых случаях до нуля, истощив потенциала сокращения. Тем не менее, они нашли нетрадиционные способы продолжения смягчения политики.

Один из подходов заключался в приобретении большого количества финансовых инструментов с рынка. Это так называемое «количественное смягчение», которое увеличивает размер баланса центрального банка и вводит новые денежные средства в экономику. Банки получают дополнительные резервы (депозиты, которые они хранят в центральном банке), и денежная масса растет.

Смягчения кредитования, также может увеличить размер баланса центрального банка, но основное внимание уделяется составу этого баланса, то есть типам приобретенных активов. Во время недавнего кризиса многие конкретные кредитные рынки стали блокироваться, и в результате канал процентных ставок не работал. Центральные банки ответили, ориентируясь непосредственно на эти проблемные рынки. Например, Федеральная резервная система создала специальный объект для покупки коммерческих бумаг (в основном краткосрочного корпоративного долга), чтобы обеспечить непрерывность доступа предприятий к оборотному капиталу. Федеральная резервная система также купил ценные бумаги с ипотечным покрытием для поддержания жилищного финансирования.

Некоторые утверждают, что ослабление рынка кредитования слишком сильно приближает денежно-кредитную политику к промышленной политике, при этом центральный банк обеспечивает поток финансов в определенные части рынка. Но количественное смягчение не менее противоречиво. Это предполагает покупку более

«нейтрального» актива, такого как государственный долг, но он перемещает центральный банк в сторону финансирования бюджетного дефицита правительства, возможно, ставя под вопрос его независимость.

3 Инструменты денежно-кредитной политики и их применение

Инструменты денежно-кредитной политики бывают двух типов: количественные и качественные. Они влияют на уровень совокупного спроса за счет предложения денег, стоимости денег и доступности кредита [8].

Из двух типов инструментов первая категория включает колебания банковских ставок, операции на открытом рынке и изменение резервных требований. Они предназначены для регулирования общего уровня кредитования в экономике через коммерческие банки. Контроль конкретного вида кредита направлен на контроль определенных типов кредитов. Они включают изменение требований к марже и регулирование потребительского кредитования.

1. Политика в отношении банковских ставок

Банковская ставка - это минимальная ставка кредитования центрального банка, по которой она переуступает векселя первого класса и государственные ценные бумаги, принадлежащие коммерческим банкам. Когда центральный банк считает, что инфляционное давление начинает возникать в экономике, он повышает процентную ставку. Таким образом заимствования в центральном банке становятся дорогостоящим, а коммерческие банки занимают у него меньше ресурсов. Коммерческие банки, в свою очередь, повышают ставки кредитования перед бизнес-сообществом, а заемщики занимают меньше средств у коммерческих банков.

И, наоборот, когда цены стабилизированы, центральный банк снижает ключевую ставку. Возникает ситуация, когда заимствовать у центрального банка коммерческим банкам становится дешевле. Последние также снижают ставки кредитования. У предпринимателей появляется возможность заимствовать больше денежных средств. Инвестиции поощряются. Выпуск продукции, занятость, доход и спрос начинают расти, и наблюдается снижение цен.

2. Операции на открытом рынке

Операции на открытом рынке относятся к операциям по продаже и покупке ценных бумаг на денежном рынке центральным банком. Когда цены растут, и необходимо контролировать их, центральный банк продает ценные бумаги. Резервы коммерческих

банков сокращаются, и они не могут предоставить больше кредитных ресурсов бизнес-сообществу.

Инвестиции в экономику ограничиваются, а рост цен контролируется. В противоположность этому, когда в экономике появляются кризисные явления, центральный банк покупает ценные бумаги. Резервы коммерческих банков увеличиваются. Они предоставляют больше кредитных ресурсов. Таким образом изменяется объем инвестиций, выпуск, занятость, рост доходов и спроса, а также происходит снижение цен.

3. Изменения резервных коэффициентов

Это оружие было предложено Кейнсом в его «Трактате о деньгах», и США первыми приняли его в качестве денежного устройства [9]. Каждый банк обязан по закону удерживать определенный процент от своих общих депозитов в виде резервного фонда в своих хранилищах, а также определенный процент в центральном банке. Когда цены растут, центральный банк повышает коэффициент резервирования. Резервы банков сокращаются, и они меньше предоставляют кредитов.

Это негативно влияет на объем инвестиций, производства и занятости. В противном случае, когда коэффициент резервирования снижен, резервы коммерческих банков повышаются. Они предоставляют больше кредитов, и экономическая деятельность благоприятно сказывается на экономических субъектах.

4. Выборочный контроль кредита

Селективный контроль за кредитом используется для влияния на конкретные типы кредитов для определенных целей. Они обычно принимают форму изменения требований к марже, чтобы контролировать спекулятивную деятельность в экономике. Когда происходит оживленная спекулятивная активность в экономике или в отдельных секторах в некоторых сырьевых товарах, а цены начинают расти, центральный банк повышает требования к марже.

В результате заемщики получают меньше денег в займах от указанных ценных бумаг. Например, повышение маржинального требования до 60% означает, что залогодателю ценных бумаг стоимостью 10 000 денежных единиц будет дано 40% от их стоимости, т.е. 4 000 денежных единиц в качестве кредита. В случае рецессии в «конкретном секторе» центральный банк поощряет заимствование путем снижения требований к марже.

Вывод

Для эффективной денежно-кредитной политики необходимо одновременно использовать банковские ставки, операции на открытом рынке, коэффициент резервирования и меры селективного контроля кредита. Но все денежные теоретики признали, что

- успех денежно-кредитной политики низок в депрессии, когда деловая уверенность находится на самом низком уровне; и
- она успешна против инфляции. Многие экономисты утверждают, что в отличие от фискальной политики денежно-кредитная политика обладает большей гибкостью и ее можно быстро реализовать.

4 Основные методы реализации денежно-кредитной политики

Содержание денежно-кредитной политики регулируется различными нормативными актами, и, прежде всего Конституцией Российской Федерации. В ней существенны не только те ее положения, которые закрепляют основы денежной системы, но и все те конституционные нормы, которые, по сути, содержат ответ на вопрос, ради чего в обществе организуется и функционирует денежная система.

Вместе с тем это только предпосылки, а сам механизм реализации денежно-кредитной политики предусмотрен в статьях 35-44 главы VII "Денежно-кредитная политика» Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (далее – Федеральный закон) [2].

Статьей 35 Федерального закона предусматривается, что основными инструментами и методами денежно-кредитной политики Банка России являются:

- процентные ставки по операциям Банка России;
- нормативы обязательных резервов, депонируемых в Банке России (резервные требования);
- операции на открытом рынке;
- рефинансирование кредитных организаций;
- валютные интервенции;
- установление ориентиров роста денежной массы;
- прямые количественные ограничения;
- эмиссия облигаций от своего имени.

Центральный банк Российской Федерации регулирует общий объем выдаваемых им кредитов в соответствии с принятыми ориентирами единой государственной денежно-кредитной политики. Он может устанавливать одну или несколько процентных ставок по различным видам операций или проводить процентную политику без фиксации процентной ставки. Процентные ставки Банка России представляют собой минимальные ставки, по которым Центральный банк Российской Федерации осуществляет свои операции. Центральный банк Российской Федерации использует процентную политику для воздействия на рыночные процентные ставки в целях укрепления рубля.

«Размер обязательных резервов в процентном отношении к обязательствам кредитной организации (норматив обязательных резервов), а также порядок депонирования обязательных резервов в Банке России устанавливаются Советом директоров» [2]. Нормативы обязательных резервов не могут превышать 20 процентов обязательств

кредитной организации и могут быть дифференцированными для различных кредитных организаций. Также нормативы обязательных резервов не могут быть единовременно изменены более чем на пять пунктов.

При нарушении нормативов обязательных резервов Центральный банк Российской Федерации имеет право списать в бесспорном порядке с корреспондентского счета кредитной организации, открытого в Банке России, сумму недовнесенных средств, а также взыскать с кредитной организации в судебном порядке штраф в размере, установленном Центральным банком Российской Федерации. Указанный штраф не может превышать сумму, исчисленную исходя из двойной ставки рефинансирования Банка России, действовавшей на момент принятия судом соответствующего решения.

На обязательные резервы, депонируемые кредитной организацией в Банке России, взыскания не обращаются.

После отзыва у кредитной организации лицензии на осуществление банковских операций обязательные резервы, депонируемые кредитной организацией в Банке России, перечисляются на счет ликвидационной комиссии (ликвидатора) или конкурсного управляющего и используются в порядке, установленном федеральными законами и издаваемыми в соответствии с ними нормативными актами Банка России.

При реорганизации кредитной организации порядок переоформления ее обязательных резервов, ранее депонированных в Банке России, устанавливается в соответствии с нормативными актами Банка России".

Федеральным законом говорится, что под операциями на открытом рынке понимаются купля-продажа Центральным банком Российской Федерации казначейских векселей, государственных облигаций, прочих государственных ценных бумаг, облигаций Банка России, а также краткосрочные операции с указанными ценными бумагами с совершением позднее обратной сделки [2].

Также сказано, что под рефинансированием понимается кредитование Центральным банком Российской Федерации кредитных организаций. Формы, порядок и условия рефинансирования устанавливаются Центральным банком Российской Федерации.

Федеральным законом приводится понятие валютной интервенции Центрального банка Российской Федерации. Под валютными интервенциями понимается купля-продажа Центральным банком Российской Федерации иностранной валюты на валютном рынке в целях воздействия на курс рубля и на суммарный спрос и предложение денег.

Также определено, что Центральный банк Российской Федерации может устанавливать ориентиры роста одного или нескольких показателей денежной массы,

исходя из основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики [2].

Центральный банк Российской Федерации вправе устанавливать прямые количественные ограничения. Это означает установление лимитов на рефинансирование кредитных организаций и проведение кредитными организациями отдельных банковских операций.

При этом он вправе применять прямые количественные ограничения, в равной степени, касающиеся всех кредитных организаций, в исключительных случаях в целях проведения единой государственной денежно-кредитной политики только после консультаций с Правительством Российской Федерации.

Федеральным законодательством Банку России предоставлено право выпускать свои облигации. Так Центральный банк Российской Федерации в целях реализации денежно-кредитной политики может от своего имени осуществлять эмиссию облигаций, размещаемых и обращаемых среди кредитных организаций. Предельный размер общей номинальной стоимости облигаций Банка России всех выпусков, не погашенных на дату принятия Советом директоров решения об утверждении решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций Банка России, устанавливается как разница между максимально возможной суммой обязательных резервов кредитных организаций и суммой обязательных резервов кредитных организаций, определенной исходя из действующего норматива обязательных резервов.

Для того чтобы денежно-кредитная политика была эффективной, необходимо в процессе ее разработки и реализации учесть множество разнообразных социально-экономических, политических, государственно-правовых, международных, психологических и других общественных факторов, которые детерминируют процессы развития или, наоборот, спада в функционировании денежной и кредитной систем.

По существующей мировой практике планы и результаты регулирующей деятельности центрального банка должны своевременно и систематически публиковаться, с тем, чтобы политика правительства и центрального банка была прозрачной и предсказуемой. Как уже отмечалось, открытость - неперенный атрибут формирования гражданского общества, в том числе и применительно к его взаимоотношениям с центральным банком.

В России принята практика ежегодного опубликования «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики».

Достижение целей денежно-кредитной политики требует значительных интеллектуальных и организационных усилий со стороны Банка России. Главное, чтобы по каждому такому стратегическому документу анализировались причины недостаточного выполнения поставленных задач. Причем суть вопроса в необходимости анализа недостатков и в своевременном изменении денежно-кредитной политики, в ее гибкости.

Согласно Конституции Российской Федерации и Федеральному закону "О Центральном банке Российской Федерации" главной функцией Центрального банка страны являются защита и обеспечение устойчивости национальной денежной единицы - российского рубля. Поэтому в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики формулируются цели денежно-кредитной политики и определяются основные меры, направленные на поддержание стабильности внутренних цен и валютного курса российского рубля, а также устанавливаются количественные ориентиры основных макроэкономических пропорций. Все это должно делать политику Банка России более прозрачной, служить повышению доверия к экономической политике государства, что, в свою очередь, считается важным условием формирования в обществе устойчиво низких инфляционных ожиданий.

4.1 Таргетирование инфляции

Центральные банки используют процентные ставки, чтобы направить уровень цен к публично объявленной цели. Увеличение уровня инфляции (или рост общего уровня цен) часто является негативной составляющей для экономических субъектов и экономики в целом. Инфляция подрывает сбережения, приток инвестиций, стимулирует бегство капитала (так отечественные инвесторы вкладывают свои средства в иностранные активы, драгоценные металлы, или недвижимое имущество), задерживает их рост, а в своих крайних формах, провоцирует социальные и политические волнения. Поэтому монетарные власти разных стран пытаются сдерживать инфляцию, проводя консервативную и устойчивую налогово-бюджетную и денежно-кредитную политику.

Ранние предложения и высказывания о денежных системах, ориентированных на уровень цен или уровень инфляции, а не обменный курс, были освещены Ирвингом Фишером, который предложил систему «компенсированного доллара», в которой содержание золота в бумажных деньгах будет варьироваться в зависимости от цены золота, так что уровень цен с точки зрения бумажных денег останется фиксированным [5]. Предложение Фишера было первой попыткой ориентировать цены, сохранив при этом автоматическое функционирование золотого стандарта. В своем «Тракте о денежной

реформе» (1923) Джон Мейнард Кейнс [10] выступал за то, что мы теперь называем схемой таргетирования инфляции. В контексте внезапных инфляций и дефляций в международной экономике сразу после Первой мировой войны, Кейнс рекомендовал политику гибкого обменного курса, оценивая валюту как ответ на инфляцию в международном масштабе и обесценивая ее, когда есть международные дефляционные силы, так что внутренние цены оставались более или менее стабильными.

Интерес к таргетированию инфляции ослабел в эпоху Бреттон-Вудда (1944-1971 гг.), поскольку они были несовместимы с привязками к обменному курсу, которые преобладали в течение трех десятилетий после Второй мировой войны.

В 1990 году в Новой Зеландии среди первых перешла на режим таргетирования инфляции⁵.

В Чили уровень инфляции в 20% подтолкнул Центральный банк Чили к объявлению в конце 1990 года цели инфляции для годового уровня инфляции за год, закончившийся в декабре 1991 года [11]. Однако до 1999 года Чили не рассматривала инфляцию как полномасштабный целевой показатель.

Канада была второй страной, официально принявшей таргетирование инфляции в феврале 1991 года.

В октябре 1992 года Великобритания приняла меры по борьбе с инфляцией после выхода из Европейского механизма обменного курса. В 1998 году на Комитет по денежно-кредитной политике Банка Англии была возложена исключительная ответственность за установление процентных ставок для достижения целевого показателя инфляции розничных цен на жилье на уровне 2,5%⁶. В декабре 2003 года целевой показатель изменился до 2%, когда индекс потребительских цен заменил индекс розничных цен как индекс инфляции в Великобритании. Если инфляция превысит или недооценивает цель более чем на 1%, председатель Банка Англии должен написать письмо канцлеру казначейства, объяснив, почему и как он исправит ситуацию. Затем режим таргетирования инфляции распространился на другие страны с развитой экономикой в 1990-х годах и начал распространяться на развивающиеся рынки, начиная с 2000-х годов.

Европейский центральный банк не считает себя центральным банком, проводящим политику таргетирования инфляции, однако после начала оборота евро в январе 1999 года, целью Европейского центрального банка стало поддержание стабильности цен в еврозоне.

⁵ Andrew G. Haldane «Targeting Inflation: A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organised by the Bank of England», 1995

⁶ "Key Monetary Policy Dates Since 1990" Bank of England, 2007

Совет управляющих Европейского центрального банка в октябре 1998 года определил стабильность цен в размере уровня инфляции в пределах менее 2%, «увеличение годовичного индекса потребительских цен ниже 2%» и добавил, что стабильность цен «должна поддерживаться в среднесрочной перспективе» [12]. Совет управляющих утвердил эту цель в мае 2003 года после тщательной оценки стратегии денежно-кредитной политики Европейского центрального банка. В таком случае Совет управляющих пояснил, что «в целях обеспечения стабильности цен политика Банка направлена на поддержание темпов инфляции ниже, но близко к 2% в среднесрочной перспективе». С тех пор численный показатель в 2% стал общим для крупных развитых стран, в том числе США (с января 2012 года) и Японии (с января 2013 года).

В последние годы многие центральные банки и регуляторы денежно-кредитной политики, приняли метод под названием «таргетирование инфляции», направленный на контроль общего роста цен. В этих рамках центральный банк оценивает и сообщает прогнозируемую или «целевую» инфляцию, а затем пытается направить фактическую инфляцию на достижение этой цели, используя такие инструменты, как изменение процентных ставок. Потому что процентные ставки и темпы инфляции, как правило, двигаются в противоположных направлениях. Центральный банк будет использовать механизмы оповещения и предсказуемости в повышении или понижении процентных ставок, чтобы политика инфляционного таргетирования была более прозрачной. Защитники инфляционного таргетирования считают, что это приводит к повышению экономической стабильности.

Многие центральные банки приняли инфляционное таргетирование как ответ на провал других режимов денежно-кредитной политики, таких, как режимы, ориентированные на денежную массу или таргетирование валютного курса (или установление жестких ориентиров валютного коридора).

В целом структура денежно-кредитной политики обеспечивает вектор развития экономики. Номинальный ориентир или цель монетарной политики это переменные, которые могут использовать для привязки ценового уровня. Одним из номинальных (целевых) ориентиров центральных банков, использовавшихся в прошлом, была валютная привязка, которая связывала стоимость внутренней валюты со стоимостью валюты страны с низкой инфляцией. Но такой подход означал, что денежно-кредитная политика страны по сути является политикой страны, к которой она привязана, и ограничивал способность центрального банка реагировать на такие потрясения, как изменение условий торговли (стоимость экспорта страны относительно импорта) или изменение реальной процентной

ставки. В результате многие страны начали применять гибкие обменные курсы, что вынудило их найти новые ориентиры.

Затем многие центральные банки начали ориентироваться на рост денежной массы для контроля инфляции. Такой подход работает, если центральный банк может контролировать денежную массу достаточно хорошо и если рост денег стабильно связан с инфляцией во времени. В конечном счете, проведение денежно-кредитной политики путем регулирования денежной массы имеет ограниченный успех, поскольку спрос на деньги стал нестабильным - часто из-за инноваций на финансовых рынках. В результате многие страны с гибкими обменными курсами стали больше ориентироваться на инфляцию, основываясь на своем понимании связей или “механизма передачи” от инструментов политики центрального банка (таких, как процентные ставки) к инфляции.

Реализация модели таргетирования инфляции

Таргетирование инфляции является прямым инструментом влияния на монетарную политику, по крайней мере теоретически. Центральный банк прогнозирует уровни инфляции во времени и сравнивает его с целевым уровнем (курс, который правительство считает целесообразным для экономики). Разница между прогнозом и целевым показателем определяет, насколько денежно-кредитную политику необходимо скорректировать. Некоторые страны выбрали целевые показатели инфляции с интервальными диапазонами в пределах средней точки, в то время как другие страны определили только целевые показатели или верхний предел инфляции. Все страны установили свои целевые показатели инфляции низкими (однозначные цифры). Цель по инфляции равна нулевому значению не рекомендуется, так как она не позволит реальным процентным ставкам упасть достаточно, чтобы стимулировать общий спрос, когда центральный банк пытается поднять экономику.

Основным преимуществом таргетирования инфляции является то, что она сочетает в себе элементы дискреционных полномочий в денежно-кредитной политике. Эта система ограниченных дискреционных полномочий объединяет два отдельных элемента: точный численный целевой показатель инфляции в среднесрочной перспективе и ответ на экономические потрясения в краткосрочной перспективе.

Вместо того чтобы постоянно фокусироваться на достижении цели, в рамках этого подхода особое внимание уделяется достижению цели в среднесрочной перспективе, как правило, в течение двух-трехлетнего периода. Таким образом, инфляционное таргетирование обеспечивает основу, в рамках которой Центральный банк имеет возможность по своему усмотрению реагировать на потрясения. Поскольку инфляция ориентирована на среднесрочную направленность, монетарным властям не требуется

вынуждать себя делать “все, что потребуется” для достижения целевых показателей в краткосрочном периоде.

Таргетирование инфляции требует двух условий. Во-первых, Центральный банк в состоянии проводить денежно-кредитную политику с определенной степенью независимости. Ни один центральный банк не может быть полностью независимым от влияния правительства, но он должен быть свободен в выборе инструментов для достижения темпов инфляции, которые правительство сочтет необходимыми. Вопросы бюджетной политики не могут диктовать направленность и выбор инструментов денежно-кредитной политики. Во-вторых, готовность и способность денежно-кредитных властей не ориентироваться на другие показатели, такие как заработная плата, уровень занятости или обменный курс [8].

Удовлетворив эти два основных требования, страна теоретически может проводить денежно-кредитную политику, ориентированную на таргетирование инфляции. На практике, компетентные органы могут также принять некоторые предварительные шаги:

- установить конкретные количественные целевые показатели инфляции на определенное количество будущих периодов;
- четко и недвусмысленно указать общественности, что достижение целевого показателя инфляции имеет приоритет над всеми другими целями денежно-кредитной политики.
- разработка модели и методологию прогнозирования инфляции, которая использует ряд показателей, содержащих информацию о будущей инфляции.
- разработка перспективной операционной процедуры, с помощью которой инструменты денежно-кредитной политики корректируются (в соответствии с оценкой будущей инфляции) для достижения выбранной цели.

Центральные банки стран с развитой и развивающейся экономикой приняли целевые показатели инфляции (см. таблицу 2). Страны, которые берут на себя четкие обязательства по достижению определенного уровня инфляции или диапазона в установленные сроки, регулярно объявляют о своих целевых показателях общественности и имеют институциональные механизмы для обеспечения того, чтобы центральный банк отвечал за достижение целевого показателя.

Таблица 3 – Страны, применяющие модель инфляционного таргетирования при проведении денежно-кредитной политики

Страна	Дата перехода на модель инфляционного таргетирования	Цель по инфляции, %	Значения инфляции по состоянию на 2010 год, %	Целевое значение по инфляции, %
Новая Зеландия	1990	3,3	4,03	1-3
Канада	1991	6,9	2,23	2 +/- 1
Великобритания	1992	4,0	3,39	2
Австралия	1993	2,0	2,65	2-3
Швеция	1993	1,8	2,10	2
Чехия	1997	6,8	2,00	3 +/- 1
Израиль	1997	8,1	2,62	2 +/- 1
Польша	1998	10,6	3,10	2,5 +/- 1
Бразилия	1999	3,3	5,91	4,5 +/- 1
Чили	1999	3,2	2,97	3 +/- 1
Колумбия	1999	9,3	3,17	2-4
Южная Африка	2000	2,6	3,50	3-6
Таиланд	2000	0,8	3,02	0,5-3
Венгрия	2001	10,8	4,20	3 +/- 1
Мексика	2001	9,0	4,40	3 +/- 1
Ирландия	2001	4,1	2,37	2,5 +/- 1,5
Корея	2001	2,9	3,51	3 +/- 1
Норвегия	2001	3,6	2,76	2,5 +/- 1
Перу	2002	-0,1	2,08	2 +/- 1
Филиппины	2002	4,5	3,00	4 +/- 1
Гватемала	2005	9,2	5,39	5 +/- 1
Индонезия	2005	7,4	6,96	5 +/- 1
Румыния	2005	9,3	8,00	3 +/- 1
Сербия	2006	10,8	10,29	4-8
Турция	2006	7,7	6,40	5,5 +/- 2
Армения	2006	5,2	9,35	4,5 +/- 1,5
Гана	2007	10,5	8,58	8,5 +/- 2
Албания	2009	3,7	3,40	3 +/- 1

Источники: Hammond, 2011; Roger, 2010; и расчеты персонала МВФ.

Первой страной, принявшей меры по борьбе с инфляцией, была Новая Зеландия в декабре 1989 года [11]. Единственными центральными банками, которые прекратили таргетирование инфляции, как только они вступили в зону евро стали Финляндия, Испания и Словацкая Республика. Армения, Венгрия, Польша и Чешская Республика приняли целевые показатели инфляции, осуществляя переход от плановой экономики к рыночной. Ряд стран с формирующейся рыночной экономикой приняли меры по таргетированию инфляции после кризиса 1997 года, что вынудило их отказаться от привязки к фиксированному обменному курсу.

Многие страны используют целевой показатель инфляции для определения своих интервалов по реализации денежно-кредитной политики, но не в состоянии сохранить целевой показатель инфляции в качестве главной цели политики. Этот режим денежно-кредитной политики часто называют “инфляционным ориентиром”. Страны этого режима предпочитают не применять фиксированный обменный курс, поскольку это сделает их уязвимыми для спекулятивных нападений, но денежный целевой показатель не является практичным из-за нестабильности спроса на деньги. Нередко данный режим используется в качестве переходного подхода, направленного на поддержание денежно-кредитной стабильности до проведения структурных реформ в поддержку единой преследуемой денежно-кредитной политикой цели. Польша, например, перешла от денежно-кредитного политики с установлением инфляционного ориентира к режиму полного таргетирования инфляции, т.е. установление конкретной цели по инфляции.

Есть также ряд центральных банков в более развитых странах – в том числе Европейский центральный банк, Федеральная резервная система США, Банк Японии и Швейцарский национальный банк – которые приняли таргетирование инфляции в качестве одной из основных целей и постепенно движутся в этом направлении. Хотя эти центральные банки склоны к достижению низкой инфляции, они не объявляют о конкретных количественных показателях или имеют также другие стратегические цели, такие, как содействие максимальной занятости и умеренные долгосрочные процентные ставки, в дополнение к стабильным ценам.

Трудно провести различие между конкретным влиянием таргетирования инфляции и общим воздействием далеко идущих параллельных экономических реформ. Тем не менее эмпирические данные об эффективности таргетирования инфляции хорошо, хотя и не полностью, поддерживают эффективность по обеспечению низкой инфляции, закреплению инфляционных ожиданий и снижению волатильности инфляции. Более того, достижение

заданных уровней в показателях инфляции могут быть достигнуты и без отрицательного влияния на выпуск и волатильность процентов.

Показатели инфляции также являются более устойчивыми в условиях турбулентности. Недавние исследования показали, что в странах с формирующейся экономикой таргетирование на инфляцию было более эффективным, чем альтернативные механизмы денежно-кредитной политики по сдерживанию инфляционных ожиданий. Более того, денежно-кредитная политика с режимом таргетирования инфляции оказалась более подходящей для борьбы с недавним финансовым кризисом.

В некоторых странах, особенно в Латинской Америке, принятие целевого показателя инфляции сопровождалось улучшением налогово-бюджетной политики. Часто это также сопровождалось повышением технического потенциала и улучшением макроэкономических данных. Поскольку таргетирование инфляции также в значительной степени зависит от канала процентной ставки для передачи денежно-кредитной политики, некоторые развивающиеся страны также предпринимают шаги по укреплению и развитию финансового сектора. Таким образом, результаты денежно-кредитной политики после принятия режима таргетирования инфляции могут отражать улучшение более широкой экономической, а не только денежной политики.

Таргетирование инфляции успешно практикуется во все большем числе стран за последние 20 лет, и многие другие страны продвигаются к этим рамкам. Со временем таргетирование инфляции оказалось гибкой основой, которая была устойчивой в изменяющихся обстоятельствах, в том числе в ходе недавнего глобального финансового кризиса. Однако отдельные страны должны оценить свою экономику, чтобы определить, подходит ли для них режим таргетирования инфляции. Например, во многих странах с открытой экономикой обменный курс играет ключевую роль в стабилизации объемов производства и инфляции. В таких странах монетарные власти должны обсуждать соответствующую роль обменного курса, а не вовсе поддержание целевого уровня инфляции.

США

25 января 2012 года председатель Федеральной резервной системы США Бен Бернанке установил целевой уровень инфляции в 2%⁷, в результате чего Федеральная резервная система присоединилась ко многим другим крупным центральным банкам мира. До этого времени политический комитет Федеральной резервной системы, Федеральный

⁷ <http://expert.ru/expert/2013/26/bernanke-tormozit-tsikl/>

комитет открытого рынка, не имел четкой цели инфляции, но регулярно объявлял желаемый целевой диапазон для инфляции (обычно от 1,7% до 2%), измеряемый индексом цен на потребительские расходы.

До принятия цели некоторые люди утверждали, что цель инфляции даст Федеральной резервной системе слишком мало гибкости для стабилизации роста и / или занятости в случае внешнего экономического шока. Другая критика заключалась в том, что эта цель могла бы превратиться в политику, которая концентрируется только на цель инфляции и которая порождает ухудшение стабильного роста, занятости и / или обменных курсов. Однако буффонада на самом деле не произошло. Так позже Бен Бернанке заявлял, что таргетирование инфляции в то время имело гибкое разнообразие, в теории и практике.

Бывший председатель Алан Гринспен, а также другие бывшие члены Федерального комитета открытого рынка, такие как Алан Блиндер, как правило, соглашались с преимуществами таргетирования инфляции, но неохотно согласились с Бернанке [13].

Чешская Республика

Чешский национальный банк является примером реализации режима таргетирования инфляции. Центральный банк в небольшой открытой экономике с недавней историей переходной экономики и реальной конвергенцией со своими западноевропейскими коллегами. С 2010 года Чешский национальный банк объявляет цель по инфляции в 2 процента с диапазоном +/- 1% в качестве цели инфляции⁸. Чешский национальный банк уделяет большое внимание прозрачности и коммуникации⁹.

В 2012 году инфляция была значительно ниже целевого показателя, что привело Чешский национальный банк к постепенному снижению уровня основного инструмента денежно-кредитной политики - двухнедельного РЕПО до тех пор, пока в конце 2012 года не была достигнута нулевая нижняя граница (на самом деле 0,05 процента). В свете угрозы дальнейшего падения инфляции и, возможно, даже затяжного периода дефляции, Чешский национальный банк объявил о немедленном стремлении ослабить обменный курс до уровня 27 чешских крон за 1 евро и сохранить обменный курс от повышения, по крайней мере до конца 2014 года (позже это было изменено на вторую половину 2016 года). Таким образом, Чешский национальный банк решил использовать обменный курс в качестве дополнительного инструмента, чтобы убедиться, что инфляция вернется к целевому уровню 2 процента¹⁰. Такое применение обменного курса как инструмента в рамках режима

⁸ Czech National Bank's website

⁹ Недавнее исследование более 100 центральных банков показало, что Чешский национальный банк входит в число четырех наиболее открытых и прозрачных монетарных регуляторов

¹⁰ <https://www.gazeta.ru/business/2017/04/08/10617425.shtml#page2>

таргетирования инфляции не следует путать с фиксированной системой обменного курса или с валютной войной.

Развивающиеся рынки

Фредерик С. Мишкин делает вывод о том, что «хотя таргетирование инфляции не является панацеей и может не устраивать многие страны с формирующимся рынком, это может быть весьма полезной стратегией денежно-кредитной политики для ряда из них», в том числе в Чили [14].

4.2 Регулирование валютного курса

Влияние валютных колебаний на экономику

Валютные колебания являются естественным результатом режима плавающей системы обменного курса, которая является нормой для большинства основных экономик. Обменный курс одной валюты по отношению к другой зависит от многочисленных фундаментальных и технических факторов. К ним относятся относительный спрос и предложение двух валют, экономические показатели, прогноз инфляции, дифференциалы процентных ставок, потоки капитала и т.д. Поскольку эти факторы обычно находятся в состоянии постоянного взаимодействия, валютные значения колеблются от одного значения к другому. Но хотя уровень валюты в основном должен определяться базовой экономикой, значения обычно часто меняются, так как огромные движения в курсе валюты могут диктовать состояние экономики.

Влияние валютных колебаний на экономику имеет большое влияние, однако большинство людей не уделяет особо пристального внимания обменным курсам, поскольку большая часть их бизнеса и транзакций ведется в их национальной валюте. Для типичного потребителя обменные курсы начинают играть немаловажную роль, когда реализуются международные транзакции, такие как зарубежные поездки, импортные платежи или зарубежные переводы.

Основная ошибка, которую имеет большинство людей, заключается в том, что сильная и крепкая национальная валюта - это хорошо, потому что таким образом дешевле путешествовать в Европу, например, или оплачивать импортный продукт. В действительности, чрезмерно сильная валюта может оказать значительное влияние на основную экономику в долгосрочной перспективе, поскольку целые отрасли промышленности становятся неконкурентоспособными и теряются тысячи рабочих мест. В то время как потребители могут быть несогласны со слабым курсом внутренней валюты,

потому что она делает дорожные покупки и заграничные поездки более дорогими, слабая валюта глобально может привести к большим экономическим выгодам.

Значение национальной валюты на валютном рынке является важным инструментом центрального банка, а также ключевым соображением, когда оно устанавливает денежно-кредитную политику. Поэтому прямо или косвенно значения валютного курса влияют на ряд ключевых экономических переменных. Они могут играть определенную роль в процентной ставке, которую вы платите по ипотеке, прибыли в вашем инвестиционном портфеле, цене на продукты в вашем местном супермаркете и даже на ваши перспективы в работе или карьере.

Влияние валюты на экономику

Уровень валюты оказывает прямое влияние на следующие аспекты экономики:

Товарная торговля

Это относится к международной торговле страны или ее экспорту и импорту. В целом, более слабая валюта будет стимулировать экспорт и сделать импорт более дорогим, тем самым уменьшив торговый дефицит страны (или увеличив излишек) с течением времени.

Простой пример иллюстрирует эту концепцию. Предположим, что вы являетесь экспортером США, который продал миллион приборов по 10 долларов США каждому покупателю в Европе два года назад, когда обменный курс составлял 1 евро = 1,25 доллара США. Стоимость прибора для вашего европейского покупателя составляла 8 евро. Ваш покупатель теперь ведет переговоры о цене на большой заказ, а так как доллар снизился до 1,35 за евро, вы можете позволить себе дать покупателю разрыв в цене, не менее 10 долларов за прибор. Даже если ваша новая цена составляет 7,50 евро, что составляет 6,25% скидку от предыдущей цены, ваша цена в долларах США составит 10,13 доллара США по текущему обменному курсу. Снижение обменного курса вашей национальной валюты является основной причиной того, что ваш экспортный бизнес остается конкурентоспособным на международных рынках.

И наоборот, значительно более сильная валюта может снизить конкурентоспособность экспорта и сделать импорт более дешевым, что может привести к расширению торгового дефицита, в конечном счете, к ослаблению валюты в самонастраивающемся механизме. Но прежде чем это произойдет, отрасли промышленности, которые ориентированы на экспорт, могут быть уничтожены чрезмерно сильной валютой.

Экономический рост

Одной из базовых формул для определения значений ВВП экономики является

$C + I + G + (X - M)$, где:

C = Потребление или потребительские расходы, самый большой компонент экономики

I = Капитальные вложения предприятий и домашних хозяйств

G = государственные расходы

$(X - M)$ = Экспорт минус импорт или чистый экспорт.

Из этого уравнения видно, что чем выше значение чистого экспорта, тем выше национальный ВВП. Как обсуждалось ранее, чистый экспорт имеет обратную корреляцию с силой национальной валюты.

Потоки капитала

Иностранный капитал, как правило, переходит в страны с динамичными экономиками и стабильными валютами. Страны должны иметь относительно стабильную валюту для привлечения инвестиционного капитала от иностранных инвесторов. В противном случае перспектива потерь в обменных курсах, вызванных обесценением валюты, может сдерживать иностранные инвесторы.

Потоки капитала можно разделить на два основных типа - прямые иностранные инвестиции, в которых иностранные инвесторы берут доли в существующих компаниях или строят новые объекты за рубежом; и иностранные портфельные инвестиции, где иностранные инвесторы инвестируют в зарубежные ценные бумаги. Прямые иностранные инвестиции являются важнейшим источником финансирования для таких растущих экономик, как Китай и Индия, рост которых будет ограничен, если капитал не будет доступен.

Регулирующие органы предпочитают прямые иностранные инвестиции по сравнению с иностранными портфельными инвестициями, поскольку последние часто сродни «горячим деньгам», которые могут покинуть страну, когда ситуация становится жесткой. Это явление, называемое «отток капитала», может быть вызвано любым негативным событием, включая ожидаемую девальвацию валюты.

Инфляция

Девальвированная валюта может привести к «импортной» инфляции для стран, которые являются существенными импортерами. Резкое снижение на 20% в национальной валюте может привести к тому, что импортная продукция будет стоить на 25% больше, поскольку снижение на 20% означает увеличение на 25%, чтобы вернуться к исходной отправной точке.

Процентные ставки

Как упоминалось ранее, уровень обменного курса является ключевым фактором для большинства центральных банков при установлении денежно-кредитной политики. Например, бывший председатель Банка Канады Марк Карни заявил в своем выступлении в сентябре 2012 года, что банк учитывает обменный курс канадского доллара при установлении денежно-кредитной политики. Карни сказал, что постоянная устойчивость канадского доллара была одной из причин того, почему канадская монетарная политика столь долго была «исключительно мягкой» [15].

Сильная внутренняя валюта оказывает влияние на экономику, достигая того же конечного результата, что и более жесткая денежно-кредитная политика (т.е. более высокие процентные ставки). Кроме того, дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики в то время, когда внутренняя валюта уже чрезмерно сильная, может усугубить проблему, привлекая более горячие деньги от иностранных инвесторов, которые ищут более доходные инвестиции (что вызывает дальнейшее усиление валюты).

Влияние валютных курсов

Мировой рынок форекс на сегодняшний день является самым крупным финансовым рынком с ежедневным объемом торгов более 5 триллионов долларов США¹¹, намного превышающим объем других рынков, включая акции, облигации и сырьевые товары. Несмотря на такие огромные объемы торгов, валюты в большинстве случаев остаются без тщательного внимания. Однако бывают случаи, когда валюты имеют значительное влияние, что в такие моменты эффект от этих движений может быть отражен во всем мире. Ниже мы приводим несколько таких примеров:

Азиатский кризис 1997-1998 годов - яркий пример хаоса, который может быть нанесен экономике в результате неблагоприятных валютных движений [16]. Азиатский кризис начался с девальвации тайского бата в июле 1997 года. Девальвация произошла после того, как бат подвергся интенсивной спекулятивной атаке, заставляющая

¹¹ Отчет Банка международных расчетов за 2015 год

центральный банк Таиланда отказаться от привязки к доллару США и ввести режим плавающего курса. Это вызвало финансовый крах, который распространился на соседние экономики Индонезии, Малайзии, Южной Кореи и Гонконга. Валютный кризис привел к резкому сокращению производства, росту банкротств, росту безработицы и падению фондовых рынков в этих странах.

Недооцененный китайский юань

Китай держал свой юань устойчивым в течение десятилетия с 1994 по 2004 год, что привело к экспортной борьбе, чтобы дало огромный импульс в экспортных операциях от недооцененной валюты. Это вызвало растущее недовольство со стороны США и других развитых стран, ведь таким образом Китай искусственно занижал стоимость своей валюты для увеличения экспорта. Китай с тех пор укреплял юань небольшими темпами - от более 8 за доллар в 2005 году до чуть более 6 в 2013 году.

Динамика японской йены с 2008 года до середины 2013 года

Японская иена была одной из самых неустойчивых валют за пять лет до середины 2013 года. По мере того, как глобальный кредит усилился с августа 2008 года, иена, которая была предпочтительной валютой для carry trade из-за политики с нулевыми процентными ставками Японии, начала резко расти, поскольку инвесторы панически купили валюту в обращении, чтобы погасить кредиты, выраженные в йенах. В результате иена выросла более чем на 25% по отношению к доллару США за пять месяцев до января 2009 года. В 2013 году планы премьер-министра Абэ по монетарной политике и фискальным стимулам, получившие прозвище «Abenomics», привели к 16-процентному снижению йен в течение первых пяти месяцев года.

Проблемы зоны евро (2010-2012)

В период 2010-2012 гг. Европейский союз оказался в нелегкой ситуации. Так страны с высокой задолженностью (Греция, Португалия, Испания и Италия) в конечном итоге встали перед вопросом выхода из Европейского союза. Это привело к тому, что евро опустится на 20% за семь месяцев, с уровня 1,51 в декабре 2009 года до примерно 1,19 в июне 2010 года. Период перерыв, который привел к восстановлению валюты в отношении всех ее потерь в течение следующего года, оказался временным, поскольку рост опасений в зоне Европейского союза снова привели к 19%-ному спаду в евро с мая 2011 года по июль 2012 года.

Механизмы защиты интересов инвестора

Ниже приведены несколько советов по защите от валютных колебаний:

Инвестирование в зарубежные активы

Если вы являетесь инвестором в США и считаете, что доллар находится в вечном снижении, инвестируйте в сильные зарубежные рынки, потому что ваши доходы будут подкреплены повышением курса иностранной валюты. Рассмотрим пример канадского эталонного индекса - TSX Composite - в первом десятилетии этого тысячелетия. В то время как S&P 500 был практически неизменным за этот период, TSX Composite обеспечил общую доходность около 72% (в канадских долларах) в течение этого десятилетия. Но резкое повышение курса канадского доллара по отношению к доллару США за эти 10 лет почти удвоило бы доходность для инвестора США примерно на 137% или 9% в год [17].

Инвестирование в транснациональные корпорации

В США наибольшее количество транснациональных компаний, многие из которых получают значительную часть своих доходов из-за рубежа. Прибыль транснациональных корпораций США стимулируется более слабым долларом, причем это ослабление выражается в росте цен на акции указанных компаний.

Воздерживаться от заимствований в иностранных валютах с низкой процентной ставкой

Некоторые инвесторы испытывают соблазн заимствовать в иностранной валюте с более низкими процентными ставками. Однако необходимо быть предельно внимательным, и помнить о тех недавних событиях тех, кто должен был погасить заемную иену в 2008 году. Основной вывод - никогда не заимствовать в иностранной валюте, если она может быть обесценена, и вы возможности захеджировать валютный риск.

Хеджирование валютного риска

Неблагоприятные валютные колебания могут оказать значительное влияние на ваши накопления, особенно если у имеются существенные суммы на валютном рынке форекс. Однако стоит отметить, что существует множество вариантов хеджирования валютного риска, от валютных фьючерсов и форвардов, до валютных опционов и биржевых фондов, таким как Euro Currency Trust (FXE) и MoneyShares Yen Trust (FXY) [18]. Если ваш валютный риск достаточно велик, чтобы вы не спали по ночам, подумайте о хеджировании этого риска.

Таким образом валютные колебания могут иметь широкий диапазон воздействия не только на внутреннюю экономику, но и на глобальную. Инвесторы могут использовать такие шаги в своих интересах как инвестирование за границей или в транснациональные корпорации США, когда национальная валюта слабеет. Поскольку валютные колебания на рынке форекс могут быть значительными, лучше всего хеджировать эти риски с помощью многих доступных инструментов хеджирования.

4.3 Таргетирование денежного предложения

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 Центральной и Восточной Европы в этот период разделились в основном на две группы [19]:

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.).

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 Центральной и Восточной Европы 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 Центральной и Восточной Европы (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 Центральной и Восточной Европы 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.

Еще дальше пошла Чехия. Столкнувшись после острой фазы глобального экономического и финансового кризиса с давлением на курс валюты кроны в сторону его роста под воздействием притока портфельных иностранных инвестиций, Чешский Национальный банк ввел «потолок» валютного курса на уровне 27 крон за евро. 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.). Основной заявленной целью подобной политики было сдерживание давления в сторону дефляции. Вместе с тем на практике Чешский Национальный банк решил и другую задачу: в 2014–2015 гг. сальдо текущего счета платежного баланса перешло в положительную область. Для тех стран Центральной и Восточной Европы, которые начиная с 2004 г. присоединились к Европейскому союзу, открыт еще один вариант ответа на вызовы глобализации - вступление в Экономический и валютный союз. Вместе с тем преимущества вхождения в валютный союз и введения единой европейской валюты на данном этапе для стран Центральной и Восточной Европы не очевидны.

Традиционно выделяется преимущество, связанное со снижением валютного риска во взаимоотношениях со странами - внешнеэкономическими партнерами [19]. У стран Центральной и Восточной Европы уже достигнут высокий уровень торговой и финансовой интеграции со странами ЕС (в том числе со странами-членами Экономического и валютного союза). Так, по состоянию на 2015 г. у всех стран Центральной и Восточной Европы, входящих в Европейский союз, но не входящих в Экономический и валютный союз, доля экспорта в страны Экономического и валютного союза 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 Экономического и валютного союза 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. С одной стороны, высокий уровень торговых и инвестиционных связей стран Центральной и Восточной Европы со странами Экономического и валютного союза 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 Экономический и валютный союз 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 Центральной и Восточной Европы являются членами Экономического и валютного союза. 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 Экономический и валютный союз 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 [19].

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 в работе разделено функционирование режимов денежно-кредитной политики в различных условиях:

экономического бума 2003–2007 гг.

воздействия мирового экономического и финансового кризиса 2008–2009 гг.

посткризисного периода 2010–2015 гг., на который пришлось также воздействие Европейского долгового кризиса (таблицы 4-6).

Как видно из приведенных таблиц, во время 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. Вместе с тем «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. Вместе с тем они демонстрировали наиболее высокие темпы инфляции (что считается 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 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, за 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 Экономического и валютного союза 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 считается 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 Экономического и валютного союза 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 Центральной и Восточной Европы в Экономический и валютный союз 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 [10]. Если при регулировании валютного курса основное значение имеют валютные интервенции и процентная политика в части ее воздействия на курс валюты, то при инфляционном таргетировании основную роль играет совокупность процентных ставок по операциям Центрального банка, среди которых ключевой обычно считается ставка по краткосрочным операциям РЕПО.

Таблица 4 - Макроэкономические показатели в странах Центральной и Восточной Европы с различными режимами денежно-кредитной политики, 2003–2007 гг.

Группы стран с различными режимами денежно-кредитной политики	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: данные МВФ

Таблица 5 - Макроэкономические показатели в странах Центральной и Восточной Европы с различными режимами денежно-кредитной политики, 2008–2009 гг.

Группы стран с различными режимами денежно-кредитной политики	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

Таргетирование денежной массы	-3,55	3,53	-6,4
Различные режимы привязки валютного курса	-3,32	5,94	-8,5
Валютное управление	-0,94	2,84	-3,8

Источник: данные МВФ

Таблица 6 - Макроэкономические показатели в странах Центральной и Восточной Европы с различными режимами денежно-кредитной политики, 2010–2015 гг.

Группы стран с различными режимами денежно-кредитной политики	Среднегодовые темпы экономического роста, в %	Среднегодовые темпы инфляции, в %	Сальдо текущего счета платежного баланса, в % от ВВП
Инфляционное таргетирование	1,8	2,9	-3,8
Таргетирование денежной массы	1,5	1,5	-0,6
Различные режимы привязки валютного курса	2,1	2,3	-2,2
Валютное управление	2,3	1,5	0,7

Источник: данные МВФ

Основные изменения в инструментарии 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.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Формирование и определение целей, а также решение задач, которые ставит перед собой Центральный банк Российской Федерации осуществляя денежно регулирование, находят свое отражение в реализации денежно-кредитной политики. Цели и задачи денежно-кредитной политикой определяются исходя из макроэкономического курсом правительства. Денежно-кредитная политика как стратегически важный элемент экономической политики государства должна согласовываться с бюджетной и налоговой политикой.

При реализации денежно-кредитной политики особого внимания заслуживает учет интересов экономических субъектов и домашних хозяйств. Целью макроэкономического регулирования экономики считается достижение сбалансированности секторов экономики, а целью денежно-кредитной политики – равновесие на денежном рынке, который считается основой финансового рынка. Несогласованность макроэкономической политики государства и денежно-кредитной политики повлечет ряд рисков для экономической и финансовой системы в целом, сопровождающиеся финансовыми катаклизмами и кризисами.

В последние годы многие центральные банки и регуляторы денежно-кредитной политики, приняли метод под названием «таргетирование инфляции», направленный на контроль общего роста цен. В этих рамках центральный банк оценивает и сообщает прогнозируемую или “целевую” инфляцию, а затем пытается направить фактическую инфляцию на достижение этой цели, используя такие инструменты, как изменение процентных ставок.

Действия Центрального банка Российской Федерации оказывают влияние на инфляцию и экономические процессы в целом за счет как процентных ставок, так и влияния на ожидания финансовых участников рынка, бизнеса и домашних хозяйств относительно изменения цен и изменений в финансовых условиях. Этот канал играет важную роль, особенно учитывая повышенное значение не только изменений ключевой ставки, но и прогнозов центрального банка, а также комментариев и заявлений его представителей. В России растет роль информационных сигналов Центрального банка Российской Федерации в формировании ожиданий изменений процентных ставок на финансовом рынке, что позволяет оказывать дополнительное влияние на кривую доходности. Однако политика Банка России, в том числе публикуемые прогнозы, все еще имеют ограниченное влияние на инфляционные ожидания участников экономики, которые в первую очередь полагаются на прошлую или текущую динамику цен. Остается большой потенциал для расширенного

действия канала, чему будет способствовать последовательная денежно-кредитная политика Центрального банка Российской Федерации по поддержанию инфляции, близкой к цели в 4 процента, сопровождаемая активной коммуникационной и разъяснительной работой.

Реализуя денежно-кредитную политику, посредством воздействия на деятельность кредитных организаций путем расширения или сокращения кредитной активности, Центральный банк Российской Федерации регулирует развитие экономики, денежное обращение, а также внутренние экономические процессы.

В то же время эффективность в действиях Центрального банка Российской Федерации зависит от точности передачи сигнала от ключевой ставки финансовому сектору и его влияние на деятельность предприятий и домашних хозяйств. То есть от эффективности в реализации так называемого трансмиссионного механизма.

Функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в России, как и в других странах, имеет свои особенности и во многом определяется уровнем развития определенных сегментов финансового рынка, а также уровнем деловой активности экономических и финансовых институтов.

В России изменения в ставке Центрального банка Российской Федерации почти мгновенно отражаются в ставках денежного рынка. Это своего рода является отправной точкой в реализации трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на финансовый сектор. Из-за краткосрочного характера операций такие инструменты (краткосрочные рыночные заимствования на межбанковском рынке, краткосрочные сделки РЕПО и другие) имеют уровни, максимально приближенные к ключевой ставке. Таким образом Центральный банк Российской Федерации создает условия по регулированию уровня банковской ликвидности посредством операций с кредитными организациями.

В будущем повышение ожиданий экономических субъектов и домашних хозяйств о проводимой Центральным банком Российской Федерации политике изменения макроэкономических процессов путем изменения уровня ключевой ставки будет способствовать развитию и консолидации устойчивости финансового рынка. Центральный банк Российской Федерации предпринимает меры, направленные на повышение ликвидности, расширение круга участников финансового рынка и увеличение количества инвесторов на нем, а также на снижение издержек и кредитных рисков при заключении сделок. Центральный банк Российской Федерации постоянно совершенствует инструментарий проводимой политики инфляционного таргетирования и проводит достаточно взвешенную и разумную политику.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Основные направления единой государственной денежно - кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов // Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации URL: [https://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018\(2019-2020\).pdf](https://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018(2019-2020).pdf) (дата обращения: 01.11.2017)
- 2 Федеральный закон от 10.07.2002 N 86-ФЗ (ред. от 01.05.2017) "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)"
- 3 Г.А. Кудинова Развитие рефинансирования как инструмента денежно-кредитной политики Банком России для обеспечения экономического роста: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. - Ростов-на-Дону, 2008
- 4 О.И. Лаврушин О денежно-кредитной и банковской политике // Банковское дело. - 2008. - №2. - С. 10-14
- 5 Кейнс Д.М. Общая теория занятости, процента и денег. - М.: Эксмо, 2007
- 6 Е.В. Синельникова-Мурылева Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики банка России в условиях перехода к инфляционному таргетированию: - М. , 2016
- 7 О.Н. Афанасьева О таргетировании инфляции и регулировании курса рубля // Банковское дело. - 2014. - №4.
- 8 Соколов Ю.А., Дубов С.Е., Кутузова А.С. Организация денежно-кредитного регулирования: уч. пособие. - М.: ФЛИН-ТА, МПСИ, 2011
- 9 Скидельски Р. Джон Мейнард Кейнс. 1883-1946. Экономист, философ, государственный деятель. (пер. с англ. Демида Васильева. - М.: Московская школа политических исследований, 2005
- 10 Малкина М.Ю. Инфляция и управление инфляционными процессами в российской и зарубежной экономике. - Нижний Новгород, ИНГУ им. Н. И. Лобачевского. 2008

ПРИЛОЖЕНИЕ

Приложение А

Таблица А.1 – Расчетные показатели платежного баланса и иных макроэкономических показателей

Показатели		2011	2012	2013	2014	2015	2016	Q2 2017
Платежный баланс, млрд долл	Счет тек.операций	97	71	33	58	69	26	3
	Счет операций с капиталом	0,1	-5,2	-0,4	-42,0	-0,3	-0,8	-0,2
	Фин.счет	76,1	25,7	46,2	131,0	69,8	11,9	-2,3
	Ошибки и пропуски	-9	-10	-9	8	2,9	-4,6	2,7
	Сальдо резервных активов	13	30	-22	-108	2	8	8
	Отток (+)/Приток (-) капитала	81	54	60	152	58	20	-4
Макро-показатели	Темп роста ВВП, %	4	4	2	1	-3	0	н/д
	Инфляция, %	6,1	6,6	6,5	11,4	12,9	5,4	2,3
	Нефть Brent, долл за баррель	87	86	91	86	42	34	55
ЦБ	Курс, руб за долл	32	30	33	56	73	61	59
	Ключевая ставка, %	8	8,25	8,25	17	11	10	9
	М0, трлн руб	6	6	7	7	7	8	8
	М2, трлн руб	24	27	31	32	35	38	40
	Реальная процентная ставка, % (правая ось)	2	2	2	6	-2	5	7
	Темп прироста М0, %	17	9	3	1	7	3	3
	Темп роста М2, %	25	12	15	1	11	9	4
	Активы банков, трлн руб	42	50	57	78	83	80	81
	Активы Сбербанка, трлн руб	10	14	16	22	23	22	22
	Активы банков, трлн долл	1,29	1,63	1,76	1,38	1,14	1,32	1,36
	Активы банков (без учета Сбербанка), трлн долл	0,97	1,18	1,26	0,99	0,83	0,96	0,99
	Активы банков (1-20), трлн долл	29	35	41	58	63	62	63
	Активы банков (20-200), трлн долл	10	12	13	17	18	16	16
	Активы банков (200 и выше), трлн долл	2	3	3	3	2	2	1
	Кол-во банков	978	956	923	834	733	623	589
	Уровень монетизации (М2/ВВП), %	40	43	49	49	57	62	н/д
	Доля активов банков (1-20) в банк.системе, %	70	70	72	75	76	78	78
	Доля активов банков (20-200) в банк.системе, %	24	25	23	21	22	20	20
	Доля активов банков (200+) в банк.системе, %	6	6	5	4	3	2	2

Приложение Б

Рисунок Б.1 – Зависимость движения капитала от изменения ключевой ставки

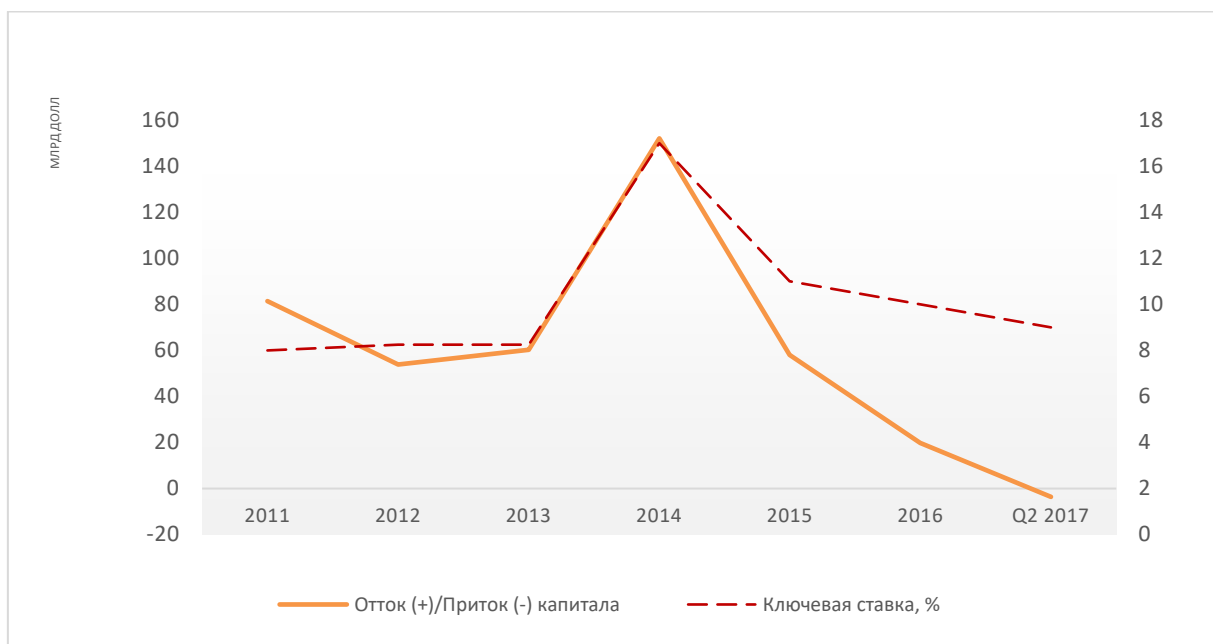


Рисунок Б.2 – Значение макропоказателей и их влияние на денежную массу

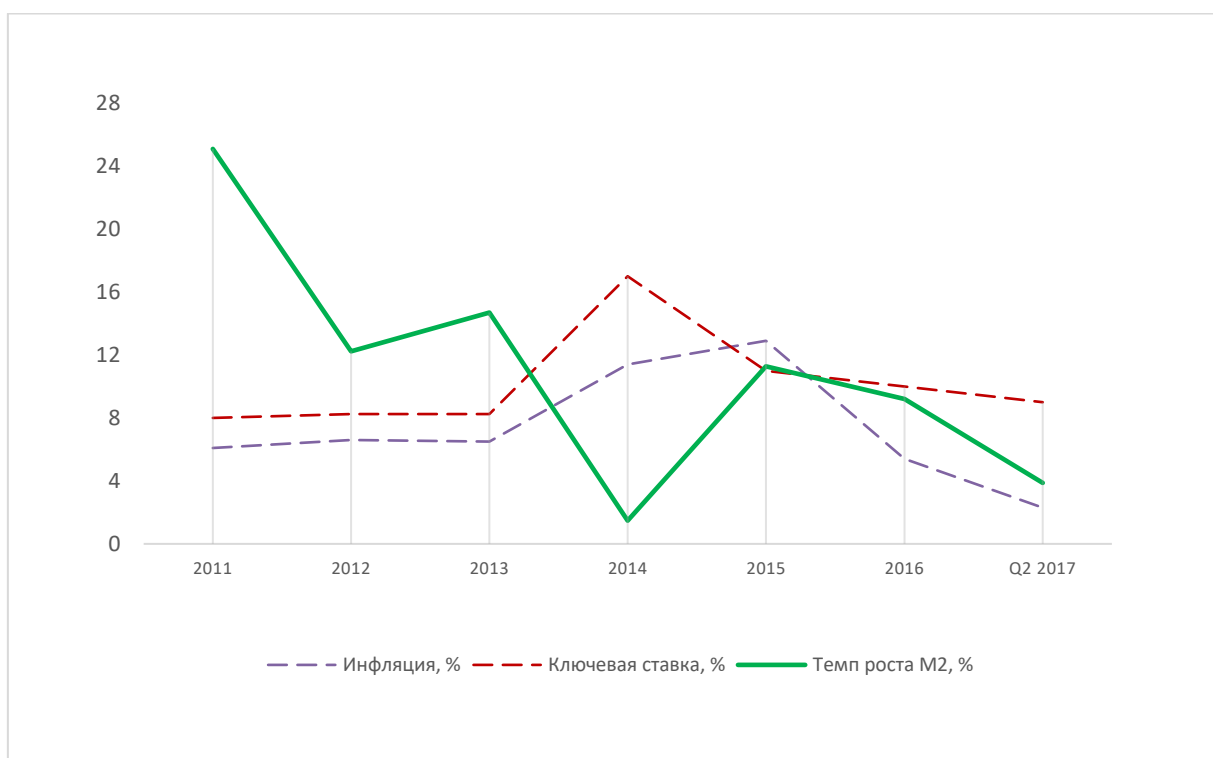


Рисунок Б.3 – Состояние банковского сектора за период 2011-2017 гг.

