

Санкт-Петербургский государственный университет

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
по направлению «Экономика»

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА В СОВРЕМЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ
УСЛОВИЯХ

Выполнил:
Обучающийся 4 курса, группы ЭПП - 4
Хачатрян Арам Гагикович
_____ /Подпись/

Научный руководитель:
д. э. н., доц. кафедры экономической теории и экономической политики
Алтунян Армен Грантович
_____ /Подпись/

Санкт-Петербург
2016

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ КОНЦЕПЦИИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.....	6
1.1 ЭВОЛЮЦИЯ ДЕНЕЖНОЙ ТЕОРИИ.....	6
1.2 СОДЕРЖАНИЕ И ЦЕЛИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.....	12
1.3 ВИДЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.....	18
ГЛАВА 2. ИНСТРУМЕНТЫ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ.....	21
2.1 ИНСТРУМЕНТЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.....	21
2.2 ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.....	25
ГЛАВА 3. СОВРЕМЕННАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСНОЙ СИТУАЦИИ.....	39
3.1 ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.....	39
3.2 РОЛЬ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В ОБЕСПЕЧЕНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА.....	49
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	56
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	59

ВВЕДЕНИЕ

В теории монетарной политики переплетаются вопросы экономической теории в целом, макроэкономики и микроэкономики, а также многих других специальных разделов экономической теории. Сегодня, в условиях обострения геополитической ситуации и ввода ограничений в финансовой сфере, выразившихся в обвале курса рубля, роста процентных ставок по кредитам, вопросы монетарной политики обретают особую актуальность.

В современной рыночной экономике денежно-кредитный сектор играет важную роль в работе экономического механизма. Можно сказать, что это практически система экономического кровообращения, которая регулирует денежную массу, контролирует финансовые потоки, аккумулирует и перераспределяет денежные потоки, проводит взаиморасчеты между экономическими субъектами, кредитует население и отдельные отрасли экономики.

Последний глобальный кризис заставляет во многом переосмыслить традиционные принципы и ориентиры монетарной политики. Первоначально представители монетаристского направления экономической науки считали, что эффективность банковского сектора напрямую зависит от степени освоения рыночных принципов в их наиболее либеральном понимании, а усиление конкуренции равносильно естественной оптимизации банковской системы страны и укреплению наиболее сильных, жизнеспособных кредитных организаций. Однако, последующие исследования ученых выявили необходимость серьезной корректировки прежних теоретических представлений и связанной с ними практики проведения монетарной политики.

Необходимым условием высокоэффективного развития народного хозяйства в рамках смешанной экономики можно назвать формирование отработанного механизма денежно-кредитного регулирования. С помощью этого механизма Центральный банк:

- следит за деятельностью коммерческих банков;
- добивается стабилизации денежного обращения;
- воздействует на деловую активность.

Главным объектом денежно-кредитного регулирования со стороны Центрального банка является совокупная наличная и безналичная денежная масса в экономике. Изменение совокупного платежеспособного спроса зависит от ее динамики. Денежно-кредитная политика является одним из самых демократичных способов влияния на смешанную экономику, которая не нарушает суверенитет большинства субъектов бизнеса. Денежно-кредитная (монетарная) политика — это политика государства, которая следит за контролем спроса на деньги и их предложением, воздействующая на макроэкономические

процессы (инфляцию, экономический рост, безработицу), следит за количеством денег в обращении с целью обеспечения стабильности уровня цен, полной занятости ресурсов населения и роста реального объема производства.¹

Монетарная политика ЦБ осуществляется с помощью денежно-кредитного регулирования. Своей целью она ставит достижение и сохранение финансовой стабилизации, особое внимание уделено укреплению курса национальной валюты и обеспечению устойчивости платежного баланса страны.

Денежно-кредитное регулирование представляет собой совокупность определенных мероприятий центрального банка, которые направлены на изменение денежной массы в обращении, объема кредитов, уровня процентных ставок и других показателей денежного обращения и рынка ссудных капиталов. Центральный эмиссионный банк является проводником денежно-кредитной политики. Примерами таких банков являются:

- Центральный банк Российской Федерации;
- Банк Англии;
- Банк Японии.

Существует целый ряд стран, в которых функцию центрального денежно-кредитного учреждения выполняют несколько банков.

Центральный финансовый орган выполняет одну из важнейших функций в регулировании экономики: он влияет на денежную массу, которая является основным объектом монетарной политики. Центральный банк, обладая эмиссионным правом от государства, проводит стабилизацию экономики и пытается достигнуть товарно-денежного баланса. Центральный банк является одним из элементов двухуровневой банковской системы. В этих условиях одной из главных его задач является организация процессов управления на макроэкономическом уровне. Именно Центральный банк выбирает цели и приоритеты, разрабатывает соответствующие стратегии и тактики денежно-кредитной политики, затем реализуемые при помощи разнообразных инструментов. Издавая официальные документы, которые имеют обязательный или рекомендательный характер, Центральный банк доносит информацию до коммерческих банков о процедурных, структурных и количественных изменениях в регулирующих мероприятиях Центрального банка.

На сегодняшний день тема деятельности Центрального Банка по регулированию спроса и предложения является очень актуальной, так как происходят постоянные изменения в денежно-кредитных отношениях, а количество сделок в этой сфере всегда растет.

¹dic.academic.ru

Предметом исследования являются методы и инструменты денежно-кредитной политики. Объектом исследования – денежно-кредитная политика России.

Целью работы является выявление приоритетных направлений денежно-кредитной политики Банка России.

В соответствии с указанной целью исследования поставлены следующие задачи:

- рассмотреть теоретические основы монетаризма и аспекты его практической реализации при формировании и реализации денежно-кредитной политики;
- выявить анализ основных направлений и современных особенностей денежно-кредитной политики России;
- рассмотреть текущие результаты и перспективы ее реализации в дальнейшем Банком России с учетом сложившейся геополитической ситуации.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ КОНЦЕПЦИИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

1.1 ЭВОЛЮЦИЯ ДЕНЕЖНОЙ ТЕОРИИ

Теория денег имеет свою длительную историю. До возникновения и распространения кейнсианства господствующей макроэкономической теорией была количественная теория денег. Еще в XVI веке французский ученый Ж. Боден пытался объяснить дороговизну товаров в Западной Европе возросшим притоком драгоценных металлов. Затем Д. Юм, которого считают одним из родоначальников количественной теории денег, подчеркивал связь между изменением количества обращающихся денег и их стоимостью. В своем очерке «О платежном балансе» Юм начинает исследование с воображаемого изменения денежной массы, далее рассматривает его влияние на цены в духе количественной теории, а затем переходит к влиянию ценовых изменений на денежную массу. Свой трактат "О проценте" Давид Юм начинает с отрицания того, что причина "снижения процента" может заключаться в "изобилии денег". Изобилие денег, согласно Юму, не может иметь других последствий, кроме "повышения цены труда и товаров". Он допускает, что, пока экономика приспособится к новому, возросшему количеству денег, «увеличение количества денег может оказать некоторое влияние на оживление производства». Но ставка процента не является производной величиной от количества денег.

Юм утверждал, что высокий процент обуславливают три обстоятельства:

1. Высокая норма прибыли;
2. Большой объем инвестиций;
3. Низкий объем сбережений.

Уровень сбережений зависит от того, кто именно присваивает возросшее предложение денег. Если деньги попадают в руки купцов, они скапливаются в большие суммы, предоставляемые в кредит, и это ведет к снижению ставки процента. Если деньги попадут в руки лендлордов или крестьян, они будут израсходованы, и, в результате, возрастут цены.

Ставка процента зависит от производства и умеренности, другими словами, от производительности и бережливости. Торговля способствует увеличению производства. Расширение торговли "увеличивает число заимодавцев". Но значительное расширение торговли вследствие соперничества между купцами снижает норму прибыли. Как низкая ставка процента, так и низкая норма прибыли являются результатом обширной торговли. Расширение производства и торговли "требует большого количества драгоценных

металлов (денег), чтобы представлять возросшую величину товаров и труда". Таким образом, существует неразрывная связь между низким процентом и избытком денег.

Если внезапные новые поступления денег будут попадать в руки лишь немногих людей, они будут скоплены в крупные суммы, и владельцы этих денег будут искать их выгодного и безопасного применения, либо покупая землю, либо ссужая деньги под проценты. Превышение числа займодавцев над числом заемщиков снижает процент. Но после того как новая масса золота и серебра будет усвоена экономикой и начнет циркулировать по всей стране, дела скоро вернуться к своему прежнему состоянию. Если возросшее количество денег остается в стране, оно проявляется в повышении цен. В конечном счете, увеличение предложения денег воздействует на уровень цен, а не на ставку процента.

Снижение процента действительно может быть длительным, но не в результате увеличения количества денег самого по себе. Естественный эффект возрастания количества денег для увеличения производства ограничивается интервалом времени, предшествующим повышению цены труда и продовольствия. Увеличение денежного предложения на коротком отрезке времени стимулирует производство, а на длинном отрезке времени оно способствует созданию условий для снижения ставки процента.

Юм рассматривал монетизацию частного кредита как благоприятную предпосылку для развития промышленности и торговли. Деньги и банковский кредит являются полезными институтами. Но их значение вторично.

В работе «Высокая цена слитков» Д. Рикардо исследует, как изменения цен приводят к притоку или оттоку золота, и дает подробный анализ положений Д. Юма.

По мнению Дж. Милля, появление денег не влечет никаких принципиальных изменений в работе хозяйственного механизма.

Объектом исследования представителей количественной теории были факторы, определяющие уровень цен и норму процента, теория предложения и спроса на деньги. В рамках количественной теории выделяют два альтернативных варианта – чикагский и кембриджский.

Чикагский подход был разработан американским экономистом И. Фишером, а затем продолжен Г. Саймонсом и К. Викселем. Основная идея И. Фишера заключается в двойном выражении суммы товарообменных сделок за определенный период в виде произведений количества денег на скорость их обращения и количества реализованных товаров на их цену:

$$MS V = P Y.$$

И. Фишер предположил, что количество реализованных товаров и скорость обращения денег являются неизменными. В основной работе по количественной теории «Покупательная сила денег» он анализирует влияние изменения структуры платежей в экономике на скорость обращения денег.

Представители чикагской школы в своих исследованиях рассматривали влияние изменения цен и ценовых сдвигов на скорость обращения денег, не уделяя при этом достаточного внимания влиянию нормы процента на скорость обращения и на спрос на деньги.

Кембриджскую школу количественной теории представляют английские экономисты А. Маршалл, А. Пигу, Д. Робертсон. Как и Фишер, они пытались обосновать тезис об определяющем влиянии изменений денежной массы на уровень цен. Но, в отличие от чикагского варианта, в основе их подхода лежит не обращение денег, а их накопление. Основным принцип кембриджской школы выражается следующим уравнением:

$$MS = k P Y.$$

В кембриджском уравнении, в отличие от уравнения Фишера, присутствует новая переменная k – отношение между номинальным доходом и спросом на номинальные денежные остатки. Кембриджская формула идентична уравнению Фишера, так как величина k обратно пропорциональна скорости обращения денег. Но отличие данных уравнений заключается в том, что если Фишер объяснял постоянство скорости обращения неизменностью факторов оборота, то кембриджские теоретики связывали это с привычками участников оборота или с их психологией.²

Великая депрессия 1930-х годов явилась крупнейшей экономической катастрофой в современной истории. Дж. М. Кейнс был первым, кто дал рациональное объяснение этому феномену. Кейнс считал, что правительство может воздействовать на состояние экономической активности, используя методы монетарной и фискальной политики для изменения совокупного спроса.

В теории Кейнса цепь функциональных зависимостей выражается следующим образом: с увеличением денежной массы происходит падение процентной ставки, вследствие чего происходит рост инвестиций, дохода и занятости.

У Кейнса процентная ставка влияет на инвестиционную политику как средство, которое с помощью условий денежного обращения влияют на экономику в целом.

Именно поэтому анализ денежного рынка, где в результате взаимодействия спроса и предложения денег устанавливается процентная ставка, является важной составной частью кейнсианской теории. Рассматривая процесс изменения процентной ставки, Дж. Кейнс отверг классическую количественную теорию спроса на деньги и выдвинул свою точку зрения. Она состоит в том, что деньги выступают одним из видов богатства, а хозяйствующие субъекты желают хранить часть активов в форме денег из-за их ликвидности.

²Алтунян А.Г. Монетарная политика в системе экономической безопасности России. – СПб.: Изд-во «Знак», 2009. – С. 7-17

У Кейнса спрос на деньги представляется функцией двух переменных величин, номинального национального дохода и процентной ставки, потому что он считал, что совокупный спрос на деньги включает два элемента. Первым элементом является транзакционный спрос. Это спрос на деньги как средство обращения, т. е., другими словами, спрос на деньги для сделок, покупки товаров и услуг. В нем учитывается транзакционный мотив, когда деньги нужны для осуществления запланированных расходов, и мотив предосторожности, который обуславливает необходимость иметь деньги для возможности реализовать неожиданные потребности. Транзакционный спрос денег зависит от уровня национального дохода: чем больше номинальный национальный доход, тем выше уровень расходов, так как люди вступают в большое число сделок и им необходимо иметь больше ликвидных средств.

Используя методы монетарной политики, государство оказывает влияние на процентную ставку, благодаря чему происходит воздействие на уровень инвестиций. Тем самым поддерживается полная занятость и обеспечивается экономический рост.

Однако, Дж. Кейнс и его последователи отдавали приоритет бюджетно-налоговой политике. Для объяснения этого можно привести несколько причин.

Первой из них является попадание экономики в особое состояние, при котором увеличение предложения денег не вызывает изменения национального дохода. Этот случай назван «ловушкой ликвидности», о чем очень подробно рассказывает известный английский экономист Дж. Хиксом в своих работах.

К тому же, при оценивании скорости обращения денег, Кейнс руководствовался тем, что она изменчива и непредсказуема, в том числе, и на коротких отрезках времени (например, внутри экономического цикла). Именно по этой причине нельзя рассматривать деньги в качестве важнейшего фактора, который определяет динамику объема производства, занятости и цен.

Последней причиной является то, что Дж. Кейнс считал цены в рыночной экономике негибкими, поэтому все экономические показатели он выражает в неизменных величинах заработной платы.

Поздние кейнсианцы считали также эффективной и монетарную политику. Они считали смешанную монетарно-фискальную политику наиболее подходящей, так как фискальная политика была сравнительно жесткой, а монетарная – легкой. При этом, последней отводится роль приспособляющейся политики, сопровождающей мероприятия бюджетно-налогового регулирования. Цель монетарной политики заключалась в удержании процентной ставки на низком уровне и поощрении инвестиций: прирост предложения денег будет противодействовать росту процентной ставки и, следовательно, не допускать вытеснения частного инвестирования, снижать эффект «выталкивания» при увеличении государственных расходов.

Недостатками кейнсианской теории были недооценка опасности развития инвестиции, преувеличение роли прямых государственных инвестиций и бюджетных методов регулирования конъюнктуры и переоценка реального эффекта дефицитного финансирования.

Американский экономист М. Фридмен вместе со своими коллегами по Чикагскому университету выдвинул альтернативную кейнсианскую доктрину, которая с легкой руки американского экономиста Карла Бруннера в 1968г. получило название «монетаризм».

Монетаристы противоречивы с кейнсианцами в ряде вопросов, таких как, роль денег в экономике, но и, прежде всего, в оценке функционирования рыночного хозяйства в целом. Важнейшим фактором для развития производства у монетаристов являются деньги. Они считают, излишнее государственное вмешательство в регулировании денежно-кредитной сферы, может привести к экономическому кризису. М. Фридмен был уверен, что деньги и денежное обращение всегда играло очень важную роль в развитии экономик, ошибочное применение ее постулатов и игнорирование монетарной теории в ходе чрезмерного государственного регулирования способно нанести общественному хозяйству огромный вред.

М.Фридман и его сторонники благодаря обращению денег и анализу деловых циклов смогли изменить значительную часть классической количественной теории денежного обращения, особенно, для краткосрочных временных интервалов. Монетаристы рассматривают скорость обращения денег как переменную величину. Они считают, что предлагаемая ими теория позволяет предсказать поведение этой переменной. В качестве основных факторов, определяющих скорость обращения денег, они выделяют ожидаемый уровень инфляции и процентную ставку. Монетаристы также выявили взаимосвязь между изменением темпов роста денежной массы, реального и номинального ВВП и показали, что изменение темпов роста денежной массы влияет на реальный объем производства быстрее, чем на цены.

Новые исследования монетаристов помогли понять, какую важную роль играет влияние денежной политики государства на состояние экономики, позволили объяснить такое ранее не наблюдавшееся экономическое явление как стагфляция, или одновременное существование высокой безработицы и высокой инфляции, что совершенно противоречило кейнсианской теории, и наконец, предложить соответствующие рекомендации по монетарной политике государства.

Монетаристы выступали против проведения активной денежной политики, направленной на стабилизацию одновременно предложения денег и процентной ставки.

Кейнсианскую концепцию они считали ошибочной и внутренне противоречивой. Поэтому, основным объектом регулирования они считали не процентную ставку, а темпы роста предложения денег. Центральный банк должен обеспечивать постоянную

предсказуемую денежную политику и следовать простому правилу постоянного увеличения денежной массы. Темпы роста денежной массы должны быть достаточными, чтобы, с одной стороны, обеспечивать рост реального ВВП, а с другой стороны, не вызывать инфляционных процессов в экономике.

Практическое применение монетаристских рецептов помогло разработать довольно эффективные меры борьбы с инфляцией. В то же время, стабилизация инфляционных процессов, изменения финансовых институтов и переход к новому качеству экономического роста в 80-е годы значительно снизили актуальность монетаристских рецептов денежной политики, разработанных в инфляционный период предыдущего десятилетия. Однако, во многом благодаря научным достижениям монетаристов, экономисты навсегда распрощались с утверждением «деньги не имеют значения».

Развитые страны в преодолении своих кризисных ситуаций, как правило, опирались на смешанные программы, в которых элементы кейнсианской модели занимали серьезное или даже господствующее положение.

Исследование современных тенденций в монетарной политике зарубежных государств показывает, что практические подходы к выбору инструментов денежно-кредитного регулирования представляют собой симбиоз рекомендаций неокейнсианцев и монетаристов. Если первые в качестве регуляторов используют официальную учетную ставку центрального банка; ужесточение или ослабление прямого ограничения банковских ссуд, в зависимости от размеров совокупного спроса и занятости, уровня валютного курса, масштабов инфляции; операции с государственными облигациями преимущественно для стабилизации их курсов понижения цены государственного кредита, то вторые делают упор на количество ориентиров регулирования, что в итоге определяет и главные объекты, и саму технику денежно-кредитного контроля.

1.2 СОДЕРЖАНИЕ И ЦЕЛИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

В экономической литературе можно встретить множество определений денежно-кредитной политики. Рассмотрим некоторые из них.

Согласно Б. К. Ирмишеву, денежно-кредитная политика представляет собой «комплекс взаимосвязанных мер, предпринимаемых монетарными властями в денежно-кредитной системе с целью регулирования конъюнктуры и воспроизводственного процесса»³. Э. Дж. Долан, в свою очередь, говорит о том, что денежно-кредитная политика – это «государственная политика, воздействующая на количество денег, находящихся в обращении с целью влияния на экономическую конъюнктуру»⁴.

³Ирмишев Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм. Алма-Ата 1990. С.17.

⁴Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. СПб. 1994 . С. 471.

По мнению О. И. Лаврушина, автора большого количества трудов по банковской литературе, «денежно-кредитная политика акцентирует свое внимание на процессах перераспределения общественных благ, регулирования денежного оборота в наличной и безналичной формах, эмитирования платежных средств, достаточных для совершения кругооборота и оборота капиталов»⁵.

С. Андрюшин и В. Бурлачков, которые являются профессорами ИЭ РАН, представляют денежно-кредитную политику как деятельность уполномоченной государственной структуры по обеспечению реализации функций денег. На основе этого подхода связываются функции денег с объектами денежно-кредитной политики: уровнем цен, денежным предложением, процентной ставкой и валютным курсом.

Согласно А. Ю. Симановскому, монетарная политика выступает как «управление денежным предложением или создание условий для доступа экономических субъектов к кредитам в объемах и под процентную ставку, соответствующую определенным экономическим целям»⁶. В этом определении Симановский акцентирует свое внимание лишь на анализе денежно-кредитной политики.

В западной литературе представители классической и современной количественной теории денег под монетарной политикой рассматривают денежную политику, объектом исследования которой является не только внутренняя политика в рамках денежно-кредитной, но и внешняя политика в рамках валютной.

В связи с недооценкой валютной политики, в отечественной литературе она занимает лишь второстепенную позицию. И даже в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» валютной политике отводится весьма скромное место.

Общим для всех определений является то, что монетарная политика это деятельность определенных государственных институтов, в первую очередь, центрального банка страны, главной целью которой является регулирование параметров денежного обращения и кредитной деятельности.

В федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации», денежно-кредитная политика определяется как основная часть единой государственной экономической политики, создание которой необходимо для достижения стабильности цен, обеспечения максимально вероятной занятости населения и, кроме того, для повышения реального объема производства.

⁵Лаврушин О.И. Взаимодействие денежно-кредитной и финансовой политики // Финансы и кредит. 2006. № 1. С. 2.

⁶Симановский А.Ю. Монетарная политика и экономический рост в России: отдельные аспекты проблемы // Деньги и кредит. 1999. № 11.

Главная цель денежно-кредитной политики ЦБ - поддержание стабильной покупательной силы национальной валюты, а также обеспечение эластичной системы расчетов и платежей. При этом, политика ЦБ представляет собой часть регулирования государственной экономики.

Успешность денежно-кредитной политики зависит от достижения конечных, промежуточных, а также тактических целей. Конечные цели, среди которых можно выделить такие цели, как ориентиры и параметры денежно-кредитной политики, представляют собой глобальную задачу, которая представляет собой прерогативу не только ЦБ, но также и органов государственного регулирования экономики. В свою очередь, центральный банк содействует достижению конечных целей посредством выполнения промежуточных целей, которые все время находятся под сферой его влияния. Для выявления существенных различий целей, следует сделать оговорку, что промежуточные цели представляют собой ключевые переменные в экономической системе как на годичных, так и на длительных временных интервалах, а тактические цели достигаются путем ежедневных последовательных операций на открытом рынке ценных бумаг.

В рамках анализа целей денежно-кредитной политики (ежегодного принятия ее основных направлений) необходимо понимать, насколько точно постановка и достижение целей соответствуют требованиям не только финансовой, но и экономической безопасности.

В основных направлениях денежно-кредитной политики можно выделить данные конечные цели:

- умеренные темпы инфляции;
- максимальная занятость;
- рост реального объема производства;
- равновесие платежного баланса.

ЦБ может только содействовать достижению целей. Например, достижению умеренного темпа инфляции. В качестве основной цели в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» выступает последовательный спад инфляции. Следует заметить, что, в соответствии с законом «О Банке России», основными целями его деятельности выступают:

1. развитие, а также укрепление банковской системы;
2. защита и обеспечение устойчивости рубля;
3. обеспечение эффективного и бесперебойного функционирования платежной системы.

В Конституции РФ основной функцией ЦБ выступает защита и обеспечение устойчивости рубля. Условием достижения устойчивого экономического роста выступает стабильно низкий уровень инфляции. Однако, при этом не учитывается, что эффект снижения инфляции может также иметь большие издержки и, кроме этого, не компенсирует ущерб от замедления экономического роста.

Одна из конечных целей денежно-кредитного регулирования – содействие максимальной занятости. Центральный банк стимулирует систему кредитования реального сектора экономики и способствует, в конечном итоге, росту деловой активности и, при этом, автоматически увеличивает занятость. Данный механизм в полной мере был описан, а также применен на практике еще Дж. М. Кейнсом в период Великой Депрессии 1929–1933 гг. Он обосновал прямую зависимость между:

- инвестициями,
- деловой активностью
- занятостью в экономике.

Однако, условием для достижения этого выступает инвестиционная активность именно в реальном секторе. Может сложиться ситуация, в которой результатом повышения банковской ликвидности выступит рост активности рынка финансов.

И, наконец, последняя конечная цель денежно-кредитного регулирования – равновесие платежного баланса. Одним из показателей, который дает характеристику результата экономической политики государства, выступает сальдо платежного баланса.

Платежный баланс состоит из:

- счетов текущих операций,
- операций с финансовыми инструментами
- операций с капиталом.

Счет текущих операций отражает международную конкурентоспособность национальной экономики и равновесность обменного курса. Так, положительное сальдо торгового баланса означает заниженность курса национальной валюты, который стимулирует не только экспорт, но и приобретение национальных активов нерезидентами, а также отток инвестиций в зарубежные активы. Такую валютную политику, в основном, проводят страны, которые имеют большой внешний долг. Политику завышенного курса национальной валюты, в свою очередь, проводят развитые страны с большими доходами от зарубежных инвестиций. Увеличение стоимости национальной валюты стимулирует импорт и приток инвестиций в национальную экономику. Направления валютной политики зависят от выбранных приоритетов государственной экономической политики в сфере торговли, а также движения капитала.

Единого и приемлемого для любого государства критерия выбора оптимального сальдо платежного баланса не существует – все зависит от конкретной ситуации. Поэтому роль ЦБ состоит в содействии необходимой динамике платежного баланса, при которой соблюдаются интересы стимулирования национальной экономики и управления внешним долгом.

Таким образом, при разработке денежно-кредитной политики, Центральный Банк должен фиксировать комплекс взаимозависимых конечных целей. Содействие их достижению осуществляется через механизмы, находящиеся в сфере влияния ЦБ. Тут речь

идет о системе промежуточных целей, которые являются целевыми показателями и непосредственно влияют на конечные цели.

В качестве промежуточных целей денежно-кредитного регулирования в рамках основных направлений можно выделить:

- объем денежной массы в обращении;
- уровень процентных ставок;
- золотовалютные резервы;
- курс национальной валюты.

Далее рассмотрим вышеперечисленные цели детально.

Для обеспечения экономического роста нужен необходимый объем денежной массы в обращении. ЦБ обладает уникальной возможностью воздействовать на рост через регулирование денежного предложения. Сторонники монетаризма поддерживают постоянный темп роста денежной массы, который должен подстроиться к темпам роста реального объема производства. «При достижении устойчивой взаимной связи между количеством денег, находящихся в обращении, и совокупным спросом, другой ключевой принцип монетаризма – постоянный рост денежной массы – позволяет совокупному спросу синхронно реагировать на рост естественного уровня реального объема производства»⁷.

Следующим промежуточным целевым показателем денежно-кредитного регулирования выступает ставка процента, обеспечивающая доступность кредита для субъектов реальной экономики. С помощью процентной ставки Центральный банк регулирует ликвидность в банковской системе. Однако, к сожалению, процентная ставка не выполняет той регулирующей роли, которую на нее возлагают, в интересах сбалансированного функционирования и развития экономики. Содержание ее можно свести лишь к вспомогательной и, в силу этого, подчиненной ветви денежно-кредитной политики.

Касаемо объема золотовалютных резервов, можно сказать, что наличие у государства достаточного объема международных ликвидных средств выступает одним из главных условий эффективного валютного регулирования. Необходимый уровень резервов зависит от:

- режима обменного курса,
- степени открытости экономики
- доступа к международным рынкам капитала.

Определить его можно исходя из возложенных на него функций.

Последний промежуточный целевой ориентир денежно-кредитного регулирования – валютный курс. От него зависит благосостояние всего населения. Он выступает инструментом регулирования платежного баланса, и обеспечивает достижение конечной цели денежно-кредитной политики.

⁷Долан Э. Дж. Деньги, банки и денежно-кредитная политика. СПб. 1994 . С. 389.

Для стран с переходной экономикой валютный курс представляет собой наиболее значимую количественную переменную. Влияние эффекта валютного курса на цены экспорта и импорта, а также на внутренние цены и зарплату значительно выше, чем в наиболее развитых странах. Инструменты денежно-кредитной политики, которые находятся в распоряжении центральных банков, могут использоваться с меньшим эффектом из-за неразвитости финансовых рынков. В частности, недостаточно развитая финансовая система мешает беспрепятственной передаче импульсов денежно-кредитной политики.

Валютный курс также может являться одним из основных факторов обеспечения конкурентоспособности и экономического роста нашей экономики. Самым простым подходом к повышению темпов экономического роста является девальвация национальной валюты и создание таким образом временных конкурентных преимуществ экспортерам. Валютный курс в условиях развития международных экономических отношений представляет собой внешнее ценовое выражение созданной стоимости. Исходя из положения кривой спроса, при более высоких ценах, а следовательно, при более сильной валюте, спрос на товары, выраженные в ней, будет уменьшаться и, в обратном случае, при слабой валюте и при низких ценах создаются сравнительные конкурентные преимущества для товаров, выраженных в этой валюте.

Тактические или операционные цели представляют собой последнее направление в рамках системы целей денежно-кредитного регулирования. Текущая экономическая ситуация ставит задачи, которые требуют не только немедленного реагирования, но и решения со стороны органов власти. Грубо говоря, тактические цели денежно-кредитного регулирования представляют собой регулирование конъюнктурных колебаний рынка. Эти цели почти не подлежат прогнозированию и, кроме того, требуют немедленного реагирования и действий со стороны регулирующих органов. При этом, их значимость настолько высокая, что игнорирование тактических целей может поставить крест на достижении не только промежуточных целей, но и конечных⁸.

Управление операционными или тактическими целями, можно сказать, выступает первым этапом в трансмиссионном механизме влияния Центрального банка на экономику. Операционные цели связывают промежуточные цели и инструменты денежно-кредитной политики.

Достижение конечных целей денежно-кредитного регулирования осуществляется через таргетирование промежуточных целей. В качестве русскоязычного синонима термин «таргетирование» можно заменить понятием «целеполагание». Иногда в экономической литературе таргетирование описывается как индикативное планирование, в процессе

⁸Котляров М.А. Центральный банк в экономике страны. М., 2004. С. 60.

которого определяются параметры изменения экономических переменных. Таргетирование можно описать как применение инструментов экономической политики для достижения количественных ориентиров целевой переменной, попадающих в сферу влияния органов власти.

Во второй половине XX века сложился "магический четырехугольник" целей регулирования экономики:

- обеспечение устойчивых темпов экономического роста,
- обеспечение стабильной национальной валюты,
- обеспечение равновесия,
- обеспечение занятости платежного баланса.

Сейчас добавилась также и еще одна задача – обеспечение экологического равновесия.

1.3 ВИДЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Монетарную политику можно подразделить на два вида: политику «дешевых» денег и политику «дорогих» денег. Рассмотрим каждый вид подробно.

Говоря о политике «дешевых» денег или, как ее еще называют, экспансионистской политике стоит отметить, что она связана с расширением масштабов кредитования, ослаблением контроля над приростом количества денег в обращении и понижением уровня процента. Данная политика проводится в период спада с целью стимулирования инвестиций и расширения объема производства через расширение предложения денег и удешевления кредита. При детальном рассмотрении видно, что при увеличении предложения денег, при том же уровне спроса, снижается норма процента, который удешевляет кредит, а более дешевый кредит повышает инвестиционный спрос в экономике, что в итоге способствует росту инвестиций и расширению производства и занятости. Если же ситуация в экономике характеризуется наличием излишних расходов и наличием высокой инфляции, то Центральный банк для того, чтобы стабилизировать экономику, начинает проводить политику по снижению общих расходов и ограничению или сокращению предложения денег посредством комплекса мер, способствующих понижению резервов коммерческих банков. Для этого Центральный банк может увеличить предложение денег путем:

- снижения норматива обязательных резервов, что приведет к автоматическому переводу необходимых резервов в избыточные и увеличению размера денежного мультипликатора;
- снижения учетной ставки для стимулирования коммерческих банков к увеличению резервов за счет заимствования у Центрального банка;

– покупки государственных ценных бумаг на открытом рынке, что приведет к увеличению резервов коммерческих банков.

Далее рассмотрим политику «дорогих» денег или рестрикционную денежно-кредитную политику. Ее основными целями являются снижение объема кредитных операций коммерческих банков, ужесточение условий, а также увеличение уровня процентных ставок. Проведение данной политики, как правило, сопровождается увеличением налогов, сокращением государственных расходов, а также другими мероприятиями, направленными на преодоление инфляции. Кроме того, рестрикционная денежно-кредитная политика, помимо борьбы с инфляцией, используется для сглаживания циклических колебаний деловой активности.

Если ситуация в экономике характеризуется наличием излишних расходов и наличием высокой инфляции, Центральный банк, для стабилизации экономики, начинает проводить политику по снижению общих расходов и ограничению или сокращению предложения денег посредством комплекса мер, способствующих понижению резервов коммерческих банков.

Для этого центральный банк может уменьшить предложение денег путем:

- увеличения норматива обязательных резервов, что приведет к образованию избыточных резервов и коммерческих банков и уменьшит размер денежного мультипликатора;
- повышения учетной ставки и снижения заинтересованности коммерческих банков в заимствовании у Центрального банка;
- продажи на открытом рынке государственных ценных бумаг и, как следствие, уменьшение резервов коммерческих банков.

Стоит отметить, что существуют некоторые факторы, которые могут снижать результативность и эффективность монетарной политики. Например:

1. Изменение денежного предложения, согласно эмпирическим данным, сказывается на величине ВВП через 6-12 месяцев, а на уровне цен – через 2-3 года. Такой временной лаг создает трудности при определении срока, когда надо начинать проводить политику «дорогих» или «дешевых» денег.

2. Эффект изменения количества денег в обращении может сглаживаться из-за изменения скорости обращения денег. Например, проводится политика «дорогих» денег, т. е. центральный банк стремится уменьшить количество денег в обращении. Но если в это же время увеличивается скорость обращения денег, желаемый результат не достигается.

3. Возможна неадекватная реакция хозяйственных агентов на действия центрального банка. Поскольку на инвестиционный спрос, помимо уровня процентной ставки, также влияют многие другие факторы, и отнюдь не всегда то или иное изменение уровня процента вызовет соответствующее изменение спроса на инвестиции.

Центральный банк, проводя политику «дешевых» денег, увеличивает избыточные резервы банков, но это не означает, что население и фирмы будут предъявлять соответствующий спрос на эти резервы.

Однако, несмотря на отрицательные моменты, снижающие действенность денежно-кредитной политики, её гибкость, возможность «тонкой настройки», быстрота осуществления позволяют ей быть достаточно эффективным методом государственного регулирования. Наряду с фискальной политикой монетарная политика остается сегодня одним из важнейших инструментов в арсенале государственного воздействия на рыночную экономику.

Стоит отметить, что применение инструментов классической монетарной политики в условиях некой конкретной национальной экономики может иметь свои особенности, что не всегда соответствует теоретическим положениям. Если проанализировать действия монетарных властей, то мы можем заметить, что основные направления их денежно-кредитной политики все еще направлены на снижение долгосрочных последствий Мирового финансового кризиса 2008 года.

Центральные банки развитых стран стремятся поддерживать деловую активность внутри страны, стимулируя экономику. И наряду с такими методами как кредитное смягчение, прогнозные рекомендации, неограниченные интервенции на валютном рынке, также применяются нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики, такие как нулевые или отрицательные процентные ставки и количественное смягчение.

Отрицательные процентные ставки, с экономической точки зрения, трудно воспринимаются не только со стороны бизнеса, но и со стороны домохозяйств. Отрицательные ставки можно встретить в некоторых странах Еврозоны, к примеру, в Швейцарии, Дании и Швеции, а также в Японии.

Конечно, денежно-кредитная политика ведущих Центральных банков мира, направленная на преодоление кризисных явлений внутри своей страны, так или иначе воздействует на экономики и рынки стран региона и, иногда, глобально на весь мировой рынок. Любые изменения в денежно-кредитной политике в одной из ведущих экономик мира незамедлительно способствуют появлению волатильности, росту объемов, а иногда и изменению направления тренда на мировых финансовых и других рынках. Так, в последнее время, мировым сообществом наиболее часто обсуждается, в основном, денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы США (ФРС) и Европейского Центрального Банка (ЕЦБ).

ГЛАВА 2. ИНСТРУМЕНТЫ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

2.1 ИНСТРУМЕНТЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Центральный банк обладает такими наборами средств, которые, как правило, называются инструментами денежно-кредитной политики. В зависимости от определенных целей монетарной политики, данные инструменты направлены или на стимулирование кредитной эмиссии, или на ее ограничение (кредитная рестрикция).

Сторонники кейнсианства придерживаются мнения, что главный инструмент денежно-кредитной политики - изменение учетной ставки (ставки рефинансирования) с целью воздействия на уровень инвестиций при помощи банковской ставки процента. Правительство должно увеличивать расходы государства. Дефицит государственного бюджета, который возникает при данной политике, может покрываться кредитно-денежной эмиссией.

Представители монетаристской школы в особенности выделяют такой инструмент денежно-кредитной политики, как регулирование спроса и предложения денег. Под «Денежным правилом» М. Фридмена подразумевается строго контролируемый рост денежной массы в обращении, а именно 3-5% в год. Подобный прирост денежной массы, по логике вещей, порождает деловую активность в экономике страны. Неконтролируемый рост денежного предложения (более 3-5% в год) ведет к раскручиванию инфляции, а если доля вливаний в экономику будет менее 3-5% годовых, то темп прироста ВВП снизится. А. Шварц и М. Фридмен в книге «Монетарная система Соединенных штатов 1867-1960» доказали: в военные и послевоенные годы монетарная политика ФРС США послужила первопричиной роста инфляции в стране. Именно поэтому "денежное правило" и считается, по их мнению, наилучшей монетарной политикой, поскольку в обществе начинает появляться спрос как на финансовые, так и на реальные активы. Совокупный спрос начинает расти, и это приводит к росту национального производства и, соответственно, валового национального продукта. М. Фридмен уверен: именно такой неинфляционный рост денежной массы играет решающую роль в целях сохранения стабильности цен. Если же изменения цен предсказуемы и не очень значительны, то как и при растущих, так и при падающих ценах вполне вероятен экономический рост, а изменение дохода будет являться следствием изменения денежной массы.

Согласно сложившимся представлениям кейнсианцев, монетаристов и др. сформировалось наиболее общее понимание значений инструментов денежно-кредитной политики.

Инструменты монетарной политики можно классифицировать на прямые (административные), косвенные (экономические) и смешанные. Данное разделение основано на способах воздействия.

Инструмент административного (прямого) контроля – есть ограничения в динамике кредитования, которые, как правило, имеют форму директив, инструкций, издаваемых ЦБ и направленных на ограничение сферы деятельности кредитных институтов в целях контроля количества денег или цены денег, депонированных в коммерческих банках и предоставленных ими кредитов.

Прямые инструменты могут применяться выборочно по отношению к отдельно взятым банкам, группам кредитных организаций или же по отношению к индивидуальным видам банковских операций (установление максимальных темпов роста или максимальных процентов по каким-либо отдельным видам кредитов). Обычно эти инструменты используются в условиях недостаточного развития финансовых рынков или иных инструментов денежно-кредитной политики, а также в кризисных ситуациях, когда требуется быстрое и жесткое воздействие на финансовую сферу. Но следует учитывать, что длительное применение таких инструментов может оказывать искажающее влияние на рынки.

К косвенным (экономическим) инструментам относятся: операции на открытом рынке, учетная политика, политика обязательных резервов, а также добровольные соглашения.⁹

Операции на открытом рынке – это купля-продажа Центральным Банком государственных ценных бумаг. Операции на открытом рынке представляют собой вариант наиболее характерный рыночному воздействию ЦБ на экономику. Данный инструмент призван регулировать количество денег в обороте той или иной страны. В случае продажи ценных бумаг коммерческим банкам у них изымаются избыточные балансовые резервы, и тогда денежная масса уменьшается. Скупка Центральным Банком ценных бумаг приводит к противоположному результату – масса денег в обращении увеличивается. Дж. Кейнс считал, что одним из наиболее важных практических улучшений техники денежного регулирования было бы предложение центральным банком для купли-продажи по установленным ценам комплекса первоклассных облигаций. В таком случае, ЦБ вводит в оборот дополнительную денежную массу при покупке ценных бумаг у деловых банков.

Операции на открытом рынке воздействуют на совокупный спрос на деньги, отвечающий спекулятивному мотиву. В обычных обстоятельствах количество денег для удовлетворения мотива обращения и предосторожности зависит от общей активности

⁹ Экономическая теория: учебное пособие; под ред. А. Г. Грязновой и В.М. Соколинского. с 370

экономической системы и от уровня денежного дохода. Но именно посредством воздействия на спекулятивный мотив управление денежной системой приводит к желаемым экономическим результатам, пишет Кейнс.

По форме проведения такие интервенции Центрального банка с ценными бумагами могут быть прямыми, под которыми принято понимать обычную покупку или продажу, либо обратными, которые представляют собой куплю-продажу ценных бумаг с обязательством совершить обратную сделку по заранее установленному курсу.

Через проведение операций на открытом рынке ЦБ может устанавливать целевое значение по межбанковским кредитам¹⁰. Также ЦБ может использовать механизм стерилизации – отделение национальной денежной массы от международного потока резервов посредством операций на открытом рынке. Согласно теории П. Самуэльсона и В. Нордхауса в «Экономике», этот механизм требуется для восстановления контроля ЦБ над размерами банковских резервов, который изменчив под колебаниями потоков резервов из-за границы¹⁰.

ЦБ также осуществляет регулирование учетной ставки (ставки рефинансирования). Учетная ставка – это ставка, по которой ЦБ выдает кредиты коммерческим банкам. В конце апреля 2016 г. ЦБ принял решение сохранить ключевую ставку величиной в 11% годовых. Мировой опыт показывает, что ставки коммерческих банков, как правило, превышают ставку ЦБ примерно на 0,5-2%. С помощью учетной ставки ЦБ косвенно влияет на соотношение спроса и предложения на рынке капитала. Снижение учетной ставки приводит к расширению кредита и увеличению количества денег в обращении. При увеличении ставки процента снижается спрос на кредиты со стороны предпринимательского сектора, из-за чего, в итоге, сокращаются инвестиции, а деловая активность в стране снижается. Для стимулирования деловой активности ставку процента рекомендуется, наоборот, снижать. По этой причине, ставка рефинансирования выполняет также информационную роль: изменяя ставку, ЦБ дает частному сектору знак оживления или сдерживания деловой активности. Так с середины сентября 2012 г. до конца декабря 2015 г. ставка рефинансирования ЦБ РФ составляла 8,25%, но после заседания совета директоров 11 декабря было решено значение ставки рефинансирования приравнять ключевой ставке. С 1 января 2016 г. Банком России не устанавливается самостоятельное значение ставки рефинансирования.

Что касается норматива обязательных резервов, норма резервирования с марта 2013 г. по сей день составляет 4,25%. Снижение или увеличение норматива обязательных резервов оказывает воздействие на размер избыточных резервов и величину денежного мультипликатора. Если Центральный Банк намерен увеличить денежную массу, ему

1

10Мэнкью Г.Н., «Принципы макроэкономики» с 301

следует снизить норму обязательных резервов. Её уменьшение переводит часть обязательных резервов в избыточные и, следовательно, расширяет возможность создания новых денег путем кредитования. Если норма обязательных резервов будет увеличена, избыточные резервы коммерческих банков сократятся. Тем самым их возможности создания новых денег уменьшатся.

Политикой минимальных обязательных резервов является резервирование доли активов банков в ЦБ. Часть активов на хранении в ЦБ называется нормой резерва. Как правило, эти средства размещаются там в форме бессрочных вкладов. Такой инструмент ЦБ является самым жестким (нерыночным) рычагом, воздействующим на объем денежной массы в обращении. Минимальные резервы выполняют две основные функции. Во-первых, они как ликвидные резервы служат обеспечением обязательств коммерческих банков по депозитам их клиентов. Центральный банк поддерживает степень ликвидности коммерческих банков на минимально допустимом уровне в зависимости от экономической ситуации. Во-вторых, минимальные резервы являются инструментом, используемым Центральным банком для регулирования объема денежной массы в стране. На сегодняшний день в большинстве развитых стран происходит снижение нормы обязательных резервов.

Добровольные соглашения – это деловые соглашения ЦБ с коммерческими банками. Этот метод позволяет без бюрократии и с меньшим временным торможением принимать операционные решения.

Резюмируя обзор инструментов монетарной политики, можно сделать следующие выводы: 1)наибольший эффект, в процессе регулирования денежной массы, дает использование широкого спектра методов; 2)монетарные инструменты имеют двойственную природу – с одной стороны, они являются механизмом независимого регулирования ЦБ, с другой, – они являются механизмом реализации экономической политики государства.

В существующем банковском законодательстве РФ юридически закреплён переход от чисто административных методов к использованию экономических методов регулирования денежного обращения и кредитной эмиссии, уровня банковских процентных ставок.

Выбор типа монетарной политики Центральным банком зависит от состояния предложения. Например, налоговые, корректируемые хозяйствующими субъектами (в первую очередь, коммерческими банками). Однако, использование налоговых методов не является функцией Центрального банка. Его прерогатива - нормативные и методы хозяйственной конъюнктуры. Каждому типу свойственен определенный набор

инструментов и определенное сочетание экономических и административных методов регулирования.

При селективной монетарной политике мероприятия Центрального банка распространяются на отдельные кредитные институты или же на определенные виды банковской деятельности, при тотальной - на все учреждения банковской системы. Селективная денежно-кредитная политика позволяет Центральному банку оказывать выборочное воздействие в определенном направлении. При ее проведении практикуется: лимитирование отдельных видов операций банков (или их групп, например, по регионам), установление размеров вознаграждения коммерческих банков при проведении различных финансово-кредитных операций, установление кредитных потолков, регламентация условий выдачи отдельных видов ссуд различным категориям заемщиков,

2.2 ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Тип проводимой монетарной политики выбирает Центральный банк в зависимости от состояния хозяйственной конъюнктуры. По тому же критерию определяется и набор инструментов регулирования деятельности коммерческих банков. Разработанные на основе такого выбора направления денежно-кредитной политики утверждаются законодательным органом. При этом необходимо учитывать временной пробел между проведением того или иного мероприятия монетарного регулирования и проявлением эффекта после его реализации. Трансмиссионный механизм монетарной политики представляет собой механизм воздействия денежно-кредитной политики на национальную экономику. Он чрезвычайно актуален как в научном, так и в практическом отношении. В частности, для более точного денежно-кредитного регулирования экономики со стороны центрального банка необходимо четкое понимание трансмиссионного процесса взаимосвязи показателей финансового и реального секторов. Трансмиссионный (передаточный) механизм относится к разряду категорий, наименее изученных в отечественной экономической науке.

Система передачи денежно-кредитных сигналов была бы более эффективной при наличии разработанной теоретической научной базы. Теория трансмиссионного механизма в развитых странах разрабатывалась еще в 1930-х гг., а спустя полвека появились многочисленные исследования, касающиеся различных аспектов функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования. Большой вклад в разработку теоретических и методологических аспектов анализа

трансмиссионного механизма внесли Ф. Мишкин (F. Mishkin), Б. Бернэнк (B. Bernanke), Дж. Стиглиц (J. Stiglitz)¹¹.

Дж. М. Кейнсом была разработана теоретическая концепция воздействия изменений денежной массы на экономическую активность и развитие инфляционных процессов. В современном понимании трансмиссионный механизм – это совокупность каналов, по которым монетарные импульсы, генерируемые центральным банком, воздействуют на главные макроэкономические переменные (ВВП, занятость, инфляция), характеризующие основополагающие цели экономической политики государства.

На механизм трансмиссии денежно-кредитной политики значительное влияние оказывает финансовая структура экономики. Поэтому эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в значительной мере зависит от степени вмешательства государства в работу финансовых рынков, то есть от контроля процентных ставок, объема либо сроков банковского кредитования¹².

Каналы трансмиссионного механизма представляют собой своеобразные цепочки макроэкономических переменных, по которым передается импульс изменений, контролируемый денежными властями посредством инструментов денежно-кредитной политики¹³. Таких каналов в экономической теории выделяется несколько.

Процентная ставка, традиционно, считается основным каналом трансмиссионного механизма. Влияние центрального банка на экономику через регулирование процентных ставок описывает большинство макроэкономических моделей денежно-кредитной политики. Изменение процентной ставки оказывает воздействие на предпочтения экономических агентов в части структуры потребления и сбережения, что напрямую влияет на совокупные расходы домашних хозяйств.

Канал процентной ставки характеризуется классической IS-кривой в кейнсианской модели. Исходная идея канала процентной ставки достаточно проста: при данном уровне жесткости (инерционности) цен повышение номинальной процентной ставки ведет к росту реальной ставки и увеличению издержек привлечения финансовых ресурсов. Удорожание ресурсов, в свою очередь, отзывается сокращением потребления и инвестиций¹⁴.

В канале процентной ставки выделяют два канала: канал замещения и канал потока наличных поступлений.

В первом случае рост процентной ставки снижает стимулы экономических агентов к расходованию своих средств в текущем периоде, расходы переносятся на более позднее

¹¹ Муравьев А.К. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и особенности его функционирования в России // Сибирская финансовая школа. – 2012. – № 6 (95). – С. 131-134.

¹² Кондратов Д.И. Таргетирование в денежно-кредитной политике Евросоюза: эволюция и результативность. – М.: Ин-т Европы РАН; Русский сувенир, – 2011. – 248 с.

¹³ Моисеев СР. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. – М.: Экономист, – 2005. – 652 с.

¹⁴ Там же.

время. Как следствие, сокращается внутреннее кредитование, уменьшаются номинальные денежные остатки и реальный совокупный спрос. Снижение ссудного процента делает сбережения менее привлекательными, увеличивая текущее потребление, что приводит к росту валового внутреннего продукта, вызывает наращивание объема выпускаемой продукции. И, наоборот, в результате поднятия процентной ставки депозиты становятся более выгодными, а потребительские кредиты – более дорогими. Это делает текущее удовлетворение благами менее привлекательным по сравнению с будущим, что вынуждает домашние хозяйства сокращать текущее и наращивать последующее потребление. Канал будет работать, если в экономике широко распространены потребительские кредиты, кредитные карты и прочие розничные финансовые услуги, предназначенные для потребителей.

Схематично действие данного канала можно представить следующим образом:

Денежная масса $\uparrow \Rightarrow$ Процентная ставка $\downarrow \Rightarrow$ Сбережения $\downarrow \Rightarrow$ Потребление $\uparrow \Rightarrow$ Выпуск \uparrow

Во втором случае (канал потока наличных поступлений) изменение процентной ставки оказывает влияние на доходы экономических агентов. Рост ставки приводит к перераспределению доходов от заемщиков, и это увеличивает покупательную способность накопителей, но сокращает ее у заемщиков. Поскольку накопители менее склонны тратить сбережения, чем заемщики, совокупные расходы снижаются¹⁵.

Схема работы данного канала:

Денежная масса $\uparrow \Rightarrow$ Процентная ставка $\downarrow \Rightarrow$ Денежные потоки $\uparrow \Rightarrow$ Риск
потерь $\downarrow \Rightarrow$ Кредиты $\uparrow \Rightarrow$ Потребление $\uparrow \Rightarrow$ Инвестиции $\uparrow \Rightarrow$ Совокупный
спрос $\uparrow \Rightarrow$ Выпуск \uparrow

Канал благосостояния (богатства) впервые описан в гипотезе сбережений в процессе жизненного цикла, разработанной Франко Модильяни и Альбертом Эндо. Рост материальных ценностей компании вызывает увеличение чистых активов домохозяйств (при условии, что их долги фиксированы в номинальных величинах, а сбережения хранятся в акциях). Соответственно, снижается вероятность финансовых затруднений, домохозяйства увеличивают расходы на потребление предметов длительного пользования и недвижимость:

Денежная масса $\uparrow \Rightarrow$ Цены финансовых активов $\uparrow \Rightarrow$
Богатство домохозяйств $\uparrow \Rightarrow$ Потребление $\uparrow \Rightarrow$ Выпуск \uparrow

¹⁵ Кондратов Д.И. Таргетирование в денежно-кредитной политике Евросоюза: эволюция и результативность. – М.: Ин-т Европы РАН; Русский сувенир, – 2011. – 248 с.

Канал цены активов. По мнению монетаристов, традиционная кейнсианская модель IS – LM не учитывает влияние на инвестиции изменения цен других активов, таких как акции и недвижимость.

Экспансионистская монетарная политика приводит к росту денежного предложения, у экономических агентов появляется возможность направить избыток денег на фондовый рынок, что вызывает рост спроса на акции и повышение их цены. В соответствии с теорией выбора Д. Тобина, инвесторы стремятся осуществить капиталовложения как в инструменты, обладающие высоким уровнем риска, так и в менее рискованные финансовые инструменты. Для инвестора проблема обеспечения диверсификации портфеля более приоритетна, чем получение высокой прибыли. Коэффициент q Тобина есть отношение рыночной капитализации компании к восстановительной стоимости капитала. По мере роста капитализации балансовая стоимость компании возрастает относительно восстановительной стоимости, и она получает возможность наращивать свои активы, осуществляя новые инвестиции¹⁶.

Цены на недвижимость также оказывают влияние на динамику инвестиций. Экспансия приводит к повышению спроса и, соответственно, к росту цен на жилье, по сравнению с восстановительной стоимостью, что позитивно влияет на объемы строительства.

Схему действия описанного сигнала можно представить так:

Процентная ставка $\downarrow \Rightarrow$ Капитализация $\uparrow \Rightarrow$ q Тобина $\uparrow \Rightarrow$ Инвестиции
 $\uparrow \Rightarrow$ Выпуск \uparrow

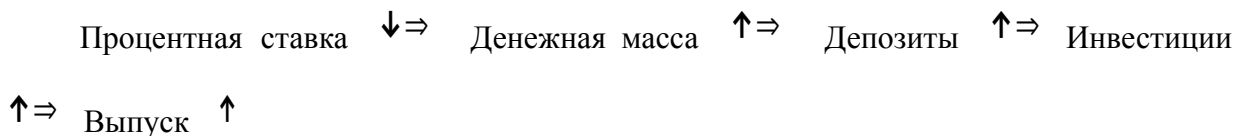
Кредитный канал характеризуется тем, что инвестиционные решения зависят от источников финансирования капитальных вложений. Индикаторами денежной трансмиссии в данном случае выступают предложение кредитов банками и потребность организаций в ссуде, их способность к краткосрочным и долгосрочным заимствованиям. Чаще всего, в рамках кредитного канала выделяют два варианта трансмиссии: узкий (банковский) и широкий (балансовый) каналы.

В узком канале кредитования, или канале издержек привлечения капитала, основное место занимает банковское кредитование. Достоинство трансмиссионного механизма определяется в значительной мере возможностью и желанием кредитно-финансовых институтов выдавать долговые обязательства реальному сектору. Данный эффект основан на предположении, что при росте учетной ставки сужается денежное предложение и уменьшаются возможности банков привлекать депозиты. Результатом становится сокращение объемов кредитования. В теории считается, что кредитные

¹⁶ Бепокрылоа О.С., Ибрагимов Н.В. Денежно-кредитные инструменты регионального развития. – Ростов н/Д: Содействие -XXI век, – 2008. – 204 с.

организации не в состоянии заменить средства для предоставления ссуд, потерянные в результате «усыхания» депозитов, на средства других источников. Обоснованность данного предположения вызывает серьезные сомнения в академических кругах. Сокращение объема предложения кредитов должно сказаться на потреблении и на инвестициях¹⁷.

Схему функционирования данного канала можно описать следующим образом:



В широком канале кредитования, балансовом, финансовые активы играют главную роль. Активы служат обеспечением кредитов, выдаваемых как фирмам, так и домохозяйствам. Если кредитный рынок лишен недостатков (то есть эффективен), снижение ценности обеспечения никак не сказывается на инвестиционных решениях. Однако, при наличии информационных и агентских издержек, падение цен на финансовые активы ведет к росту процентной премии, выплачиваемой заемщиками за внешнее финансирование, что, в свою очередь, провоцирует снижение объема потребления и инвестиций.

Нередко балансовый канал называют каналом финансового акселератора¹⁸.

Канал валютного курса - ключевой элемент теоретических моделей денежно-кредитной политики в открытой экономике, действует через непокрытый паритет процентных ставок, вызываемый повышением рискованной премии. Поднимая внутреннюю процентную ставку по отношению к иностранной, центральный банк провоцирует рост форвардного валютного курса. Укрепление местной валюты неизбежно приводит к сокращению чистого экспорта и совокупного спроса.

В странах с фиксированным обменным курсом национальной валюты канал валютного курса практически не действует, ибо внутренние процентные ставки эндогенны. В наибольшей степени влияние указанного канала проявляется в экономике со свободно плавающим обменным курсом национальной валюты, где все движения процентного процента отражаются на поведении обменного курса и ситуации в секторе торгуемых товаров. В долгосрочном периоде обменный курс определяется фундаментальными факторами (например, паритет покупательной способности), а в краткосрочном периоде его движение зависит от равновесия на рынке финансовых активов. При снижении внутренних процентных ставок (как правило, вследствие мягкой денежно-кредитной политики) спрос на национальную валюту сокращается, что приводит к снижению

17 Кондратов Д.И. Таргетирование в денежно-кредитной политике Евросоюза: эволюция и результативность. – М.: Ин-т Европы РАН; Русский сувенир, – 2011. – 248 с.

18 Моисеев СР. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. – М.: Экономист, – 2005. – 652 с..

номинального и реального курсов национальной валюты и, следовательно, к росту чистого экспорта товаров и совокупного выпуска¹⁹.

Схема валютного канала приобретает следующий вид:

Денежная масса $\uparrow \Rightarrow$ Внутренняя процентная ставка $\downarrow \Rightarrow$ Обменный курс национальной валюты $\downarrow \Rightarrow$ Чистый экспорт $\uparrow \Rightarrow$ Выпуск \uparrow

Монетаристский канал предложен Аланом Мелтцером в 1995 г. Канал именуется монетаристским в том смысле, что им описывается прямой эффект, оказываемый денежным предложением на цены активов. Согласно Мелтцеру, поскольку портфельные активы не могут быть совершенными субститутами, применение инструментов денежно-кредитной политики ведет к корректировке структуры накопленных активов относительно цен на них, что, в конечном счете, затрагивает реальный сектор экономики. В монетаристском канале процентная ставка не играет особой роли, денежно-кредитный импульс изменений передается через денежную базу.

Хотя монетаристский канал на уровне макроэкономических моделей и не признан полноценным, его можно использовать в специфическом анализе (например, в случае нулевых процентных ставок в Японии конца 1990-х гг)²⁰.

Действие канала укладывается в схему:

Денежная масса $\uparrow \Rightarrow$ Резервы $\uparrow \Rightarrow$ Цены финансовых активов $\uparrow \Rightarrow$
Кредиты $\uparrow \Rightarrow$ Совокупный спрос $\uparrow \Rightarrow$ Выпуск \uparrow

Рассмотрев теоретические основы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, следует обратиться к каналам передачи решений денежно-кредитной политики в реальную экономику, получившим наибольшее распространение в России.

10 ноября 2014 года Банк России упразднил действовавший механизм курсовой политики и перешел к плавающему валютному курсу, тем не менее, оставив за собой право противодействовать угрозам финансовой стабильности, проводя операции на внутреннем валютном рынке.

Произошедшее на фоне снижения нефтяных цен ослабление рубля оказывало давление на потребительские цены и способствовало сохранению высоких инфляционных ожиданий. В совокупности с неопределенностью относительно масштаба и характера пересмотра параметров бюджетной политики они способствовали росту инфляционных рисков и, как результат, умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, который и в начале 2016 года сохранял ключевую ставку на уровне 11,00% годовых.

Для сравнения, и в качестве основы последующих рассуждений, в таблице 1 представлены ВВП, инфляция и процентные ставки в странах БРИКС, США и еврозоне.

¹⁹ Усаткина О.И. Влияние трансформации природы и функций современных денег на денежно-кредитную политику. – Ростов н/Д: СКАГС, – 2007. – 168 с.

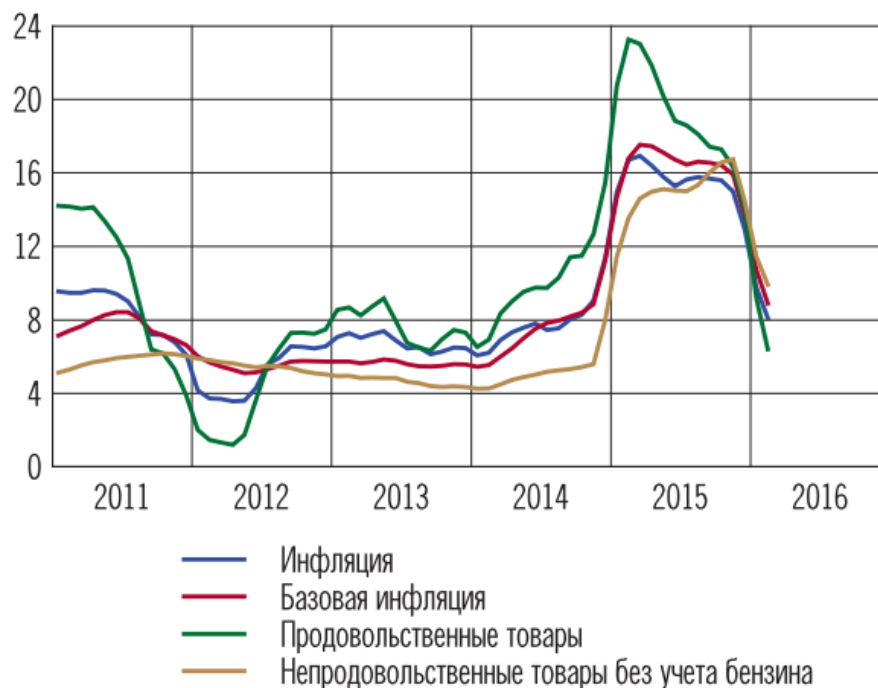
²⁰ Моисеев СР. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. – М.: Экономист, – 2005. – 652 с.

В России месячная инфляция с исключением сезонности в декабре 2015 – январе 2016 гг. замедлилась, а в феврале осталась на уровне января, что указывает на доминирование ограничений со стороны спроса. Годовой темп прироста потребительских цен также снизился: с 15,0% в ноябре 2015 г. до 8,1% в феврале 2016 года, что связано и с тем, что из базы расчета ушел период значительного роста цен год назад, когда и произошел ценовой всплеск в связи с резким ослаблением рубля (рис. 1). По отношению к февралю 2015 г. в феврале 2016 г. инфляция составила 8,1%. Ценовой шок начала 2015 года характеризовался резким изменением структуры инфляции с ускоренным подорожанием продуктов питания.

Таблица 1 – ВВП, инфляция и процентные ставки в странах БРИКС, США и еврозоне, 2015 г.

	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых	Ставка банковского кредита нефинансовому сектору на срок до 1 года/1 год, % годовых	Инфляция, в % к соответствующему месяцу предыдущего года	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварталу предыдущего года
Россия	11,0	14,2	15,67	-4,6
Бразилия	14,25	42,6	9,49	-2,6
Индия	6,75	10,1	5,14	7,0
Китай	4,35	4,9	1,6	6,9
ЮА	6,0	9,3	4,59	1,2
США	0-0,25	3,3	-0,03	2,0
Еврозона	0,05	2,9	-0,08	1,5

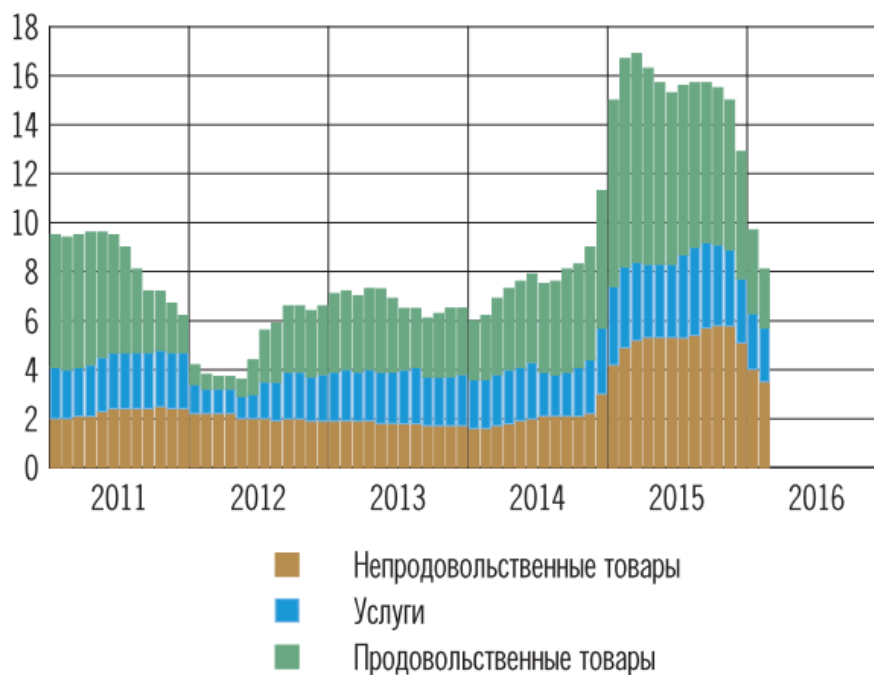
Рисунок 1 – Динамика цен на потребительские товары и услуги (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Сейчас наблюдается обратная тенденция (рис. 2), и в текущем 2016 году можно ожидать ее сохранения. То есть более медленного роста цен продовольствия при дальнейшем сближении относительных цен.

Технически, из-за низкой базы расчета темпов инфляции, возможно ее увеличение в определенные периоды (кварталы) 2016 года.

Рисунок 2 – Вклад в инфляцию (к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



При сохранении консервативной бюджетной и умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России можно прогнозировать сохранение ограничений спроса, что должно способствовать продолжению снижения темпов инфляции.

Слабый потребительский и инвестиционный спрос будут продолжать ограничивать активность производства, но, как и ранее, выпуск в промышленности будет поддерживаться устойчивым ростом экспортных операций и частичным переключением внутреннего спроса на товары отечественного производства.

С учетом реализовавшегося в начале 2016 г. ослабления рубля, вызванного, главным образом, снижением цен на нефть, а также с учетом указанных изменений в налоговой политике, прогноз инфляции на конец 2016 года составляет 6–7%. В дальнейшем, с учетом проводимой Банком России денежно-кредитной политики, прогнозируется снижение инфляции до целевого уровня 4% в 2017 г. и ее сохранение на этом уровне в 2018 году.

Ценовая конъюнктура денежного рынка России в 2015 году была подвержена разнообразным факторам, определившим аспекты курсовой политики Банка России.

В настоящее время в России действует режим плавающего валютного курса. Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется рыночными силами – соотношением спроса на иностранную валюту и ее предложения на валютном рынке. Причинами изменения валютного курса могут быть любые факторы, воздействующие на изменение этого соотношения. В частности, на динамику валютного курса могут оказывать влияние изменение импортных и экспортных цен, уровней инфляции и процентных ставок в России и за рубежом, темпы экономического роста, настроения и ожидания инвесторов в России и мире, изменение денежно-кредитной политики центральных банков России и других стран.

Таким образом, курс рубля не определяется правительством или центральным банком, он не является фиксированным, и какие-либо цели касательно уровня курса или темпа его изменения не устанавливаются. Банк России в нормальных условиях не совершает валютных интервенций с целью повлиять на динамику курса рубля. Это отличает режим плавающего валютного курса от многочисленных разновидностей режима управляемого курса.

Согласно статье 34.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности. Устойчивость национальной валюты означает не фиксированный курс по отношению к другим валютам, а сохранение покупательной способности денег за счет стабильно низкой инфляции. В условиях низкой инфляции объем товаров и услуг, которые

можно приобрести на одну и ту же сумму в рублях, существенно не изменяется в течение долгого времени. Это поддерживает уверенность населения и бизнеса в национальной валюте и формирует благоприятные условия для роста российской экономики.

Плавающий курс является важной составляющей режима таргетирования инфляции, при котором главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности.

В качестве угрозы для финансовой стабильности Банк России рассматривает такую динамику обменного курса, которая может привести к формированию устойчивых девальвационных ожиданий, повышенному спросу на наличную иностранную валюту, росту долларизации депозитов и существенному ухудшению финансовой устойчивости кредитных организаций и предприятий.

Банк России может проводить операции на валютном рынке и для пополнения международных резервов. Значительный объем международных резервов даст Банку России возможность проводить операции в целях поддержания финансовой стабильности, а также обеспечивать бесперебойное обслуживание внешнего долга в течение нескольких лет, даже при сложной экономической ситуации.

Операции по пополнению международных резервов должны проводиться в небольших объемах, таким образом, чтобы не оказывать влияние на динамику курса рубля. При принятии решений о покупке иностранной валюты Банк России учитывает динамику курса, состояние российской экономики и платежного баланса.

В январе 2015 года Банк России приступил к проведению операций по предоставлению кредитным организациям кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам крупнейшим компаниям-экспортерам в иностранной валюте, что обеспечило дополнительный канал предоставления иностранной валюты кредитным организациям. Это способствовало активизации рынка «валютный своп» и росту объема открытых позиций. На этом фоне доля рынка МБК в структуре денежного рынка к концу I квартала 2015 года снизилась.

Во II квартале 2015 года при спаде волатильности финансовых рынков продолжался умеренный рост открытых позиций в сегментах «валютный своп» и Межбанковского Кредитования (МБК) (рис. 3).

На фоне падения цен на нефть и общей переоценки рисков растущих рынков глобальными инвесторами в III квартале 2015 года, а также в условиях существенного повышения волатильности финансовых рынков продолжилось уменьшение структурного дефицита ликвидности, наблюдающееся с начала 2015 года.

Для обеспечения достаточного уровня средств на корреспондентских счетах в Банке России (рис. 4) в период налоговых выплат и усреднения обязательных резервов банкам, необходимо было привлечь дополнительное рублевое финансирование.

Рисунок 3 – Объемы открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней в I и II кварталах 2015 года (млрд руб.)

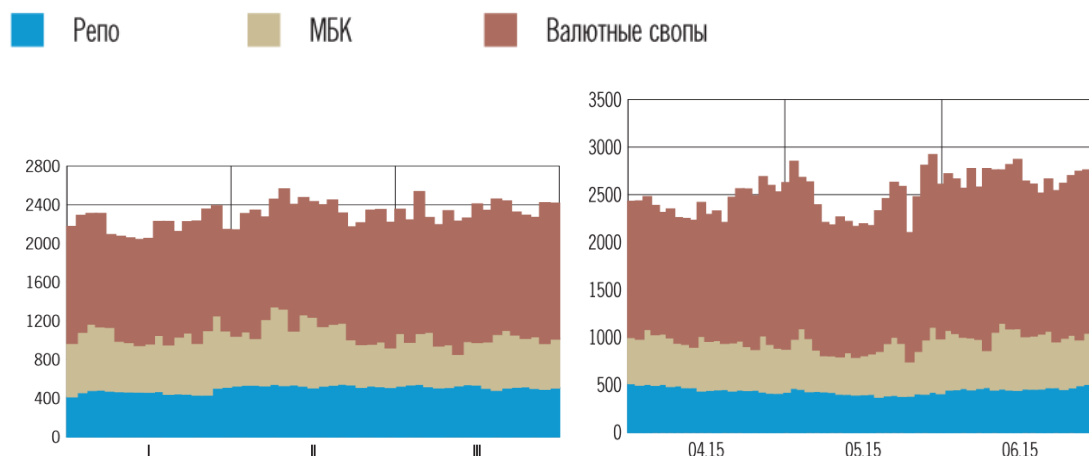
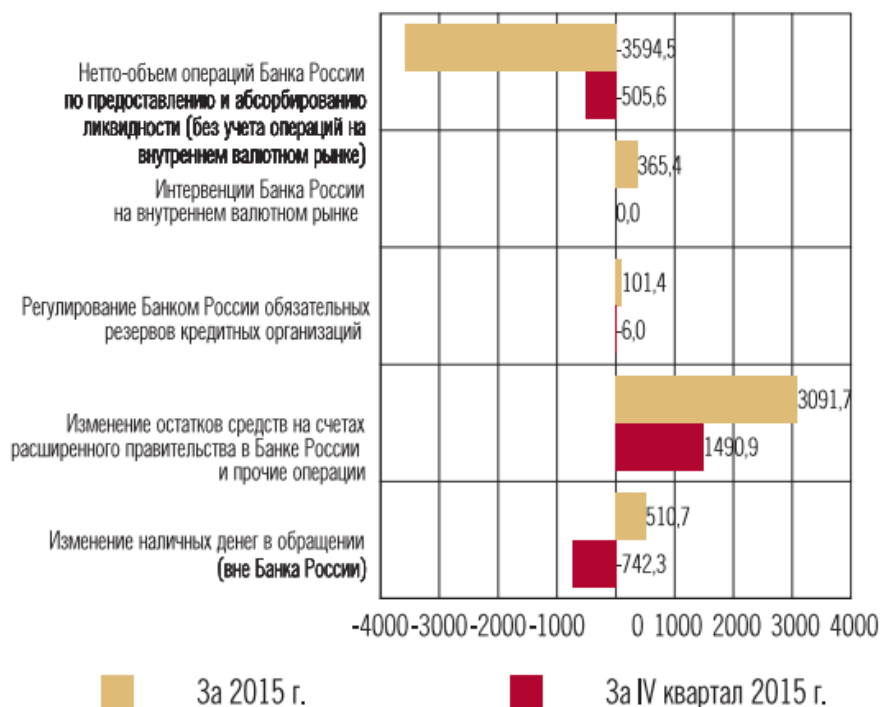


Рисунок 4 – Факторы формирования ликвидности банковского сектора в 2015 году (млрд руб.)



Суммарные открытые позиции на денежном рынке в III квартале не демонстрировали выраженной тенденции в течение квартала, а в IV квартале объемы открытых позиций по валютным свопам снижались из-за операций крупнейших банков с государственным участием, которые переключились на MBK и на операции с Банком России (рис. 5). Соответственно, доля MBK в рублевых открытых позициях возросла, а доля свопов сократилась (рис. 6).

В декабре 2015 года в целях анализа распределения ликвидности в банковской системе Банк России провел опрос 36-ти крупнейших кредитных организаций об их лимитах на контрагентов на денежном рынке. Банки отмечают, что приток средств по каналу бюджетных расходов в 2016 году позволит крупнейшим кредитным организациям уменьшить объемы заимствований у Банка России и Министерства финансов РФ, что, в свою очередь, может привести к снижению стоимости привлечения рублей для банков за пределами списка топ-30. В этом случае, по мнению большинства участников опроса, наиболее востребованными инструментами денежного рынка станут операции с обеспечением – РЕПО и своп (особенно сделки с ЦК).

Рисунок 5 – Операции крупнейших банков с государственным участием на денежном рынке срочностью до 7 дней (млрд руб.)

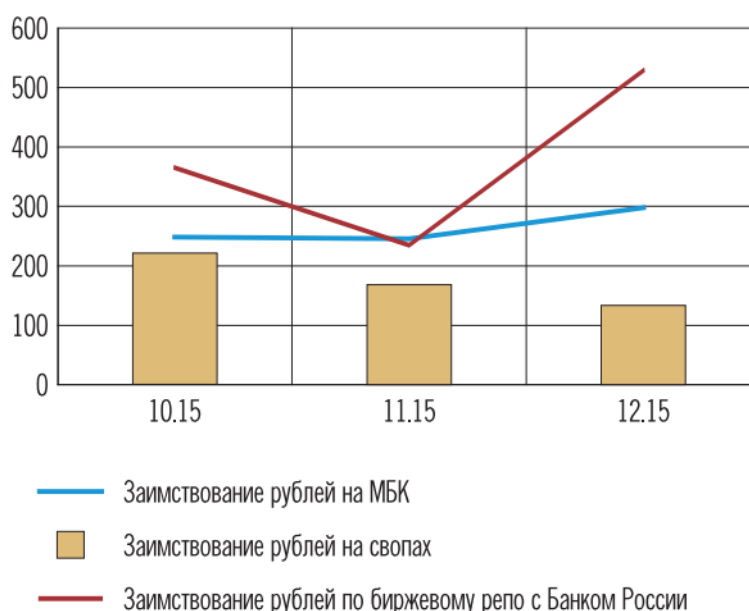
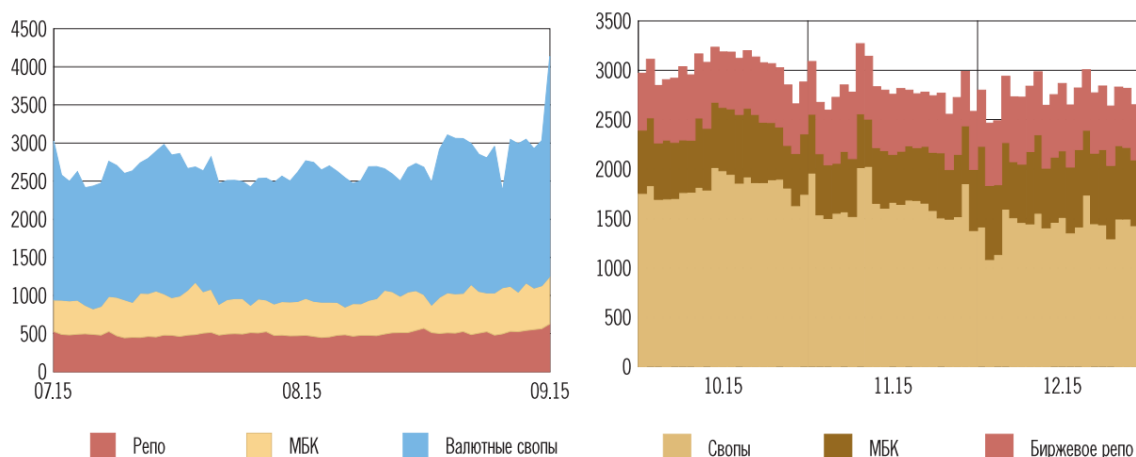


Рисунок 6 – Объемы открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней в I и II кварталах 2015 года (млрд руб.)



В заключение данной главы хотелось бы сказать, что большинство каналов трансмиссии в РФ по тем или иным причинам не могут эффективно функционировать. Сейчас существует только три действующих канала трансмиссионного механизма: каналы валютного курса, банковского кредитования и монетаристский. Тогда как эффективное и адекватное применение инструментария трансмиссии к анализу влияния денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РФ, на динамику основных макроэкономических параметров народного хозяйства возможно только при включении всех каналов трансмиссионного механизма.

В 2014-2016 гг. Банк России, при реализации денежно-кредитной политики, столкнулся с рядом глобальных вызовов. К особенностям экономической ситуации следует отнести двусторонние санкции и масштабное ослабление курса рубля, в результате чего инфляция оказалась выше целевого уровня, установленного в соответствии с основными направлениями денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Финансовые институты вынуждены работать в рамках жестких ограничений, которые сформировались в результате введения экономических санкций против России. Российская экономика продолжает испытывать недостаток ликвидности, в частности, в банковском секторе, ведь крупные игроки рынка отрезаны от большинства источников внешнего кредитования. Кроме того, интерес инвесторов к российской финансовой системе заметно угас.

ГЛАВА 3. СОВРЕМЕННАЯ МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСНОЙ СИТУАЦИИ

3.1 ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Банком России в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» было проанализировано пять вариантов экономического развития, которые подразумевали разные сроки действия экономических и финансовых санкций и различия в динамике цен на нефть. При этом в рассматриваемых вариантах предполагалось за один баррель нефти «Юралс» в среднем от 84 до 105 долларов США (так соответственно базовым вариантам эта цена составляла 95 долларов за баррель). Также Банком России рассматривались варианты, в котором цена за один баррель нефти будет понижена до 60 долларов. Банк России данный вариант называл «стрессовым».

Отклонение от базового варианта случилось в конце 2014 года, когда цена за нефть упала до уровня, указанного в стрессовом сценарии Банка России. Воздействие негативных внешних факторов на экономику России происходило через несколько каналов, а неблагоприятные обстоятельства на торговом рынке также повлекло за собой ослабление рубля.

Скорость и масштаб изменений внешних условий негативно влияли на настроения и ожидания экономических субъектов, вели к увеличению неопределенности и росту волатильности на финансовых рынках. Вследствие этого привлекательность вложений в российские активы снижалась, происходил отток капитала, а инвестиционная активность шла на убыль. Определенный Банком России стрессовый сценарий, а именно указанные в нем значения, были в значительной степени завышены ввиду существенного ослабления рубля, которое было дополнено ростом девальвационных ожиданий и, как следствие, резким ростом показателя инфляции.

Таким образом, российская экономика столкнулась, с ускорением инфляции и понижением выпуска. Оказавшись в такой ситуации Банк России начал вести монетарную политику по предотвращению чрезмерного охлаждения общей активности и соблюдением баланса понижения инфляции для финансовой стабильности. В связи с этим 2014 году Банком России было принято решение повысить ключевую ставку до 17 % годовых в целях стабилизации ситуации на финансовом рынке и ограничения роста инфляционных и девальвационных ожиданий. Также, российским кредитным организациям на возвратной основе в рамках принятых мер, происходило наращивание объема предоставления иностранной валюты. Реализованные на практике меры способствовали как стабилизации

ситуации на финансовом рынке, так и восстановлению доверия субъектов экономики к российской системе в целом, а также смогли оказать сдерживающее воздействие на девальвационные и инфляционные ожидания в тех рамках, на которые рассчитывал Банк России. Это помогло начать снижение ключевой ставки уже в январе 2015 года. При этом траектория изменения ключевой ставки в 2015 году была определена с учетом оценки баланса инфляционных рисков и рисков ощутимого снижения экономической активности.

Внешнеэкономическая ситуация в 2015 году все-таки оставалась неблагоприятной. С января по сентябрь 2015 года цена марки «Юралс» в среднем составляла 54.5 долларов США за баррель, тогда как на конец 2015 года прогнозная цена данной марки была 45-55 долларов США. Таким образом, средняя цена за весь 2015 год установилась на уровне 52 долларов США за баррель нефти. Более того, в 2015 году динамика цен на нефть была охарактеризована как динамика с повышенной волатильностью, в отличие от предыдущих лет, что оказывало дополнительное негативное влияние на настроения экономических агентов и уровень экономической активности в России.

Подобная ситуация с низкими ценами на нефть, которая сложилась в 2015 году, может быть обусловлена сложившимся еще в 2014 году избытком предложения нефти на мировом рынке. Также дополнительным условием служит укрепление доллара США на фоне сравнительно быстрого восстановления американской экономики и ожиданий нормализации денежно-кредитной политики ФРС США.

С одной стороны, снижающийся спрос на энергоресурс стал замедляться ввиду низкого темпа роста мировой экономики в отличие от темпа спрогнозированного (это связано с замедлением экономического роста стран, в которых рынки до сих пор находятся на стадии формирования, на которые в последнее время приходится большая часть прироста мирового спроса на нефть). По оценкам МВФ, темп роста мировой экономики замедлился в 2015 году до 3,1% по сравнению с 3,4% годом ранее, а в странах с формирующимися рынками – с 4,6 до 4,0%.

С другой стороны, решение ОПЕК не снижать уровень добычи нефти повлекло за собой сохранение высокого объема предложения на рынке нефти. При этом объемы добычи сланцевой нефти в США сократились меньше, чем ожидали участники рынка: благодаря прогрессу технологий нефтедобычи из нетрадиционных источников себестоимость добычи на действующих месторождениях сланцевой нефти в США значительно снизилась.

Наконец, дополнительное понижающее давление на стоимость нефти оказывали ожидания дальнейшего увеличения предложения нефти со стороны Ирана в связи со снятием санкций, а также со стороны других стран – членов ОПЕК (Ливия, Ирак и т.д.)

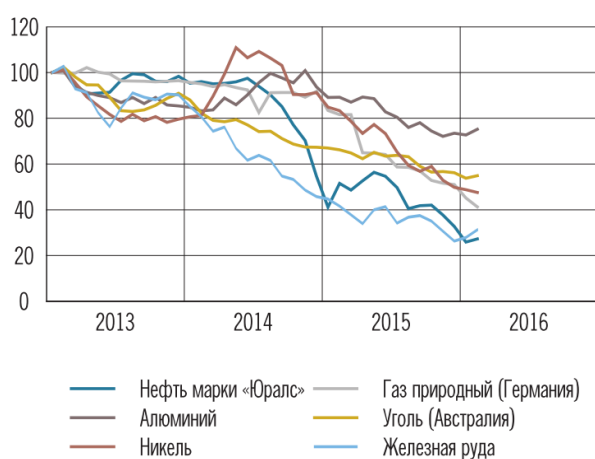
Несмотря на то, что каждый из указанных факторов избытка предложения частично определил настроения участников мировых товарных рынков, причиной снижения цен на

нефть стала именно их одновременная реализация. В результате ситуация на мировом рынке энергоносителей оказалась более неблагоприятной, чем в стрессовом сценарии Банка России.

По оценкам, темпы экономического роста в странах – торговых партнерах России в 2015 году также ниже, нежели прогнозировалось годом ранее. Данный факт связан со снижающимися темпами роста Китайской экономики в условиях исчерпания экстенсивной модели роста и схлопывания пузырей на рынках - недвижимости и фондовом. Дополнительный фактор - сокращение выпуска товаров и услуг стран СНГ (прежде всего на Украине). С другой стороны, в 2015 году наблюдалось повышение темпов роста экономик развитых стран: США, стран еврозоны и Японии, а также Соединенного Королевства. Основным параметром, по причине которого можно наблюдать растущие показатели, выступает мягкий финансовый климат и программы покупки активов, которые проводятся отдельными странами (ЕЦБ и Банком Японии). Также, это низкие мировые цены на нефть и нейтральная бюджетно-налоговая политика.

В условиях снижения цен на большинство сырьевых товаров (помимо цены на нефть, в январе-июле 2015 года снижались цены на газ, уголь, цветные и черные металлы, - динамику можно посмотреть на рис 7) и падения цен на мировых рынках продовольствия, инфляция в большинстве крупнейших экономик оставалась низкой.

Рисунок 7 – Динамика мировых цен на основные товары российского экспорта (январь 2013 г. = 100%)



Так, годовой темп прироста потребительских цен в США в августе 2015 года составил 0,2%, в еврозоне – 0,1%, а в Китае – 2,0%. Вместе с тем, несмотря на сдержанный рост внешних цен, существенное повышательное давление на динамику внутренних цен импорта в российской экономике оказывали ослабление рубля и действие ограничений на ввоз отдельных категорий продовольственных товаров, введенный в августе 2014 года.

В условиях относительно низкой инфляции и невысоких темпов экономического роста центральные банки развитых стран в январе-сентябре 2015 года продолжали проводить мягкую денежно-кредитную политику. При этом, денежно-кредитные условия в развитых экономиках оставались мягкими дольше, чем ожидалось годом ранее. В частности, было отложено повышение ставок ФРС США, что способствовало удержанию процентных ставок на мировых финансовых рынках на низком уровне. Но подобный фактор не смог оказать определяющего влияния на формирование внешних кредитных условий для российских заемщиков, так как по причине действующих против России финансовых и экономических санкций привлечение средств на международных рынках капитала российскими компаниями и банками в конце 2014 – начале 2015 года было достаточно трудным.

По причине вынужденного погашения внешних обязательств российскими компаниями и банками наблюдался крупный отток капитала. По оценкам, пиковые объемы выплат по внешнему долгу пришлось на IV квартал 2014 – I квартал 2015 года (около 80 млрд долларов США). Несмотря на ограниченные возможности рефинансирования долга на внешних рынках капитала, выплаты осуществлялись в срок и в необходимых объемах, чему во многом способствовали операции рефинансирования в иностранной валюте Банка России. Объем платежей частного сектора по внешнему долгу за 2015 год с коррекцией на внутригрупповые кредиты и займы, а также на часть долга, которую можно рефинансировать на внешних рынках, было оценена на уровне около 70 млрд. долларов США, что составило около 60% от суммы, которая соответствует официальному графику погашения внешнего долга. Чистый отток частного капитала, в большой степени определяющийся погашением внешних обязательств, в 2015 году, по оценкам, составил около 85 млрд долларов США.

В феврале-мае 2015 года ситуация на валютном рынке была охарактеризована умеренным снижением волатильности курса рубля и его возвращением к фундаментально обоснованным значениям. В этот период нормализация ситуации с валютной ликвидностью на фоне увеличения задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте, прохождение пика выплат российских организаций по внешнему долгу и некоторое повышение цен на нефть способствовали укреплению рубля и снижению его волатильности.

Однако, в условиях снижения динамики цен на нефть на фоне ожидаемого ужесточения политики ФРС США, можно было наблюдать ослабление рубля в июне-сентябре 2015 года.

Несмотря на произошедшее ослабление рубля, заметного роста напряженности (значительного увеличения волатильности курса и активизации спроса на иностранную

валюту со стороны населения) на внутреннем валютном рынке в этот период не наблюдалось, что может свидетельствовать о постепенной адаптации участников рынка к неблагоприятным внешним условиям. По оценкам, чистые поступления по текущему счету платежного баланса, в совокупности с накопленными валютными активами российских банков и компаний, позволяли им бесперебойно осуществлять платежи по внешнему долгу до конца 2015 года без создания дополнительного давления на обменный курс рубля. Сохранению стабильной ситуации на валютном рынке также будет способствовать возможность привлечения кредитными организациями валютной ликвидности на возвратной основе через действующие инструменты рефинансирования Банка России.

В целом, в 2015 году внешние условия продолжали оказывать сдерживающее влияние на рост российской экономики. При этом, их воздействие на инфляцию, в наибольшей степени реализовавшееся в конце 2014 – начале 2015 года, в течение года постепенно сокращалось, однако сохранение высокой внешней волатильности создавало дополнительную неопределенность и риски в ценовой динамике. Внутренние финансовые условия развития экономики в 2015 году, с учетом реализованного в конце 2014 года повышения Банком России ключевой ставки до 17,00% годовых, оставались относительно жесткими, однако последовательно смягчались в течение года. В декабре 2014 – январе 2015 года, вслед за повышением ключевой ставки, росли ставки по кредитным и депозитным операциям банков. При этом, рост ставок по депозитным операциям был более значительным в связи с усиливающейся борьбой между банками за вкладчиков, в условиях удорожания и снижения доступности других источников фондирования, в том числе, внешних заимствований.

В связи с началом снижения ключевой ставки в январе 2015 года, на протяжении текущего года наблюдалась тенденция к последовательному снижению рыночных процентных ставок. В то же время, как ценовые, так и неценовые условия кредитования в экономике оставались более жесткими, чем в 2014 году.

Как и в предшествующие годы, изменение ставок в экономике в 2015 году было неоднородным. В сегменте краткосрочных кредитных и депозитных операций снижение ставок началось раньше и было более выраженным, чем в сегменте аналогичных долгосрочных операций. Это было обусловлено, в том числе, восприятием повышения ставок Банка России в конце года как временной меры. Ожидания снижения ключевой ставки Банка России, по мере замедления инфляции и охлаждения экономики, заложенные в ставки по долгосрочным операциям, привели к формированию инвертированной структуры ставок в начале года на кредитном и депозитном сегментах

рынка. В этих условиях наблюдался рост доли краткосрочных депозитов и долгосрочных кредитов в общем объеме банковских операций.

Повышение кредитных рисков было одним из факторов, сдерживавших снижение кредитных ставок. В условиях сокращения реальных доходов и возросшей долговой нагрузки (в том числе, с учетом увеличения стоимости заемных ресурсов и валютной переоценки) качество обслуживания обязательств российскими корпоративными и частными заемщиками несколько ухудшилось, что привело к росту просроченной задолженности по кредитам. Списание безнадежных кредитов и доначисление резервов на потери по ссудам, связанные с ухудшением качества кредитных портфелей банков, оказывали давление на капитал российских банков. Однако, ряд мер государственной поддержки банковского сектора, принятых в 2015 году, сдерживал это давление.

В таких условиях объемы банковского кредитования оставались умеренными. При этом банки существенно ужесточили требования к заемщикам по сравнению с предыдущим годом и отдавали предпочтение менее рискованным направлениям вложения средств, снижая в большей степени объемы необеспеченного потребительского кредитования и кредитования малого и среднего бизнеса.

Сокращение кредитной активности в 2015 году в определенной степени компенсировалось другим источником прироста денежной массы – резким ростом чистых требований банковской системы к органам государственного управления, связанным с финансированием дефицита бюджета за счет средств Резервного фонда и инвестированием средств Фонда национального благосостояния. Благодаря этому замедление темпов роста денежной массы, наблюдавшееся в 2014 году, сменилось стабилизацией на невысоком уровне в 2015 году.

Структура денежной массы в 2015 году претерпела определенные изменения. Одним из источников восстановления притока средств населения на банковские депозиты в 2015 году являлось сокращение объема наличных денег (как рублей, так и иностранной валюты) в обращении. Темпы притока средств населения и организаций на рублевые депозиты несколько превышали темпы притока средств на валютные депозиты (в долларовом эквиваленте), что отражало сохранение умеренной чувствительности субъектов экономики к изменениям валютного курса по мере адаптации к его возросшей волатильности.

По итогам 2015 года темпы роста денежной массы в национальном выражении и широкой денежной массы с исключением валютной переоценки оказались небольшими. Темп роста кредитов нефинансовым организациям и населению, в рублях и иностранной валюте, по итогам года, не превысил 7%. Более сдержанная динамика денежных и кредитных агрегатов в 2015 году, по отношению к базовому прогнозу, представленному в

«Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», определялась более глубоким спадом экономической активности и сохранением более жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось в базовом сценарии.

Действие обозначенных внешних и внутренних факторов, влияющих на экономическую активность, по оценкам, привели к сокращению объема ВВП в 2015 году на 3,9 – 4,4%. Такой масштаб спада будет соответствовать нижней границе прогнозного интервала стрессового сценария и окажется более значительным, чем прогнозировалось Банком России в базовом сценарии годом ранее (0,7%).

Сдерживающее влияние на экономическое развитие продолжают оказывать факторы структурного характера, такие как неблагоприятная демографическая ситуация, высокий уровень износа основных фондов и низкий коэффициент их обновления, институциональные ограничения, снижающие в краткосрочном периоде потенциал роста производительности труда. В то же время, спад экономической активности в 2015 году был обусловлен, в том числе, сокращением доходов экономики, ужесточением внешних и внутренних финансовых условий, а также денежно-кредитной политики, ухудшением настроений экономических агентов. Соответственно, существенно более слабым, чем ожидалось, сложился внутренний спрос – как потребительский, так и инвестиционный.

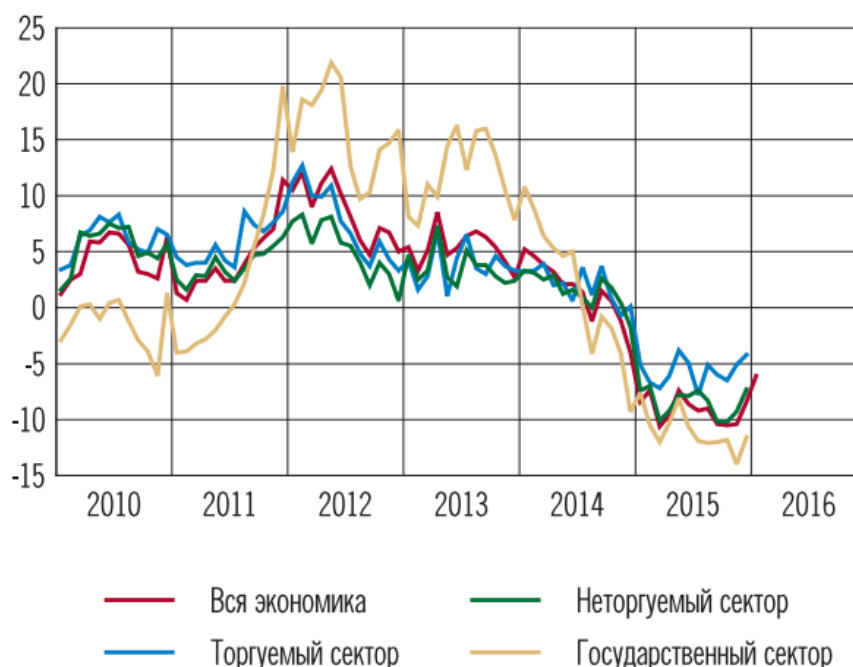
Подстройка рынка труда к охлаждению экономической активности в 2015 году происходила через снижение спроса на труд и увеличение уровня безработицы, а также через сокращение заработных плат в реальном выражении.

Уровень безработицы увеличился с 5,3% в январе до 5,6% в августе (с учетом коррекции на сезонность). Отмечалось сокращение количества вакансий, заявленных работодателями в государственные учреждения службы занятости населения. При этом, масштаб уменьшения количества открытых вакансий, наблюдаемый в настоящее время, превышает таковой в период кризиса 2008 – 2009 годов. По итогам 2015 года прогнозируется повышение безработицы. В условиях значительного экономического спада рост безработицы сдерживается долгосрочной тенденцией к сокращению предложения трудовых ресурсов, обусловленной демографическими факторами.

Следует отметить необходимость оптимизации расходов предприятий на оплату труда. Принятое решение об отмене индексации заработной платы в секторах, финансируемых из федерального бюджета, на фоне высокой инфляции, обусловили в 2015 году сокращение заработной платы в реальном выражении. В августе 2015 года реальная заработная плата была на 9,8% ниже, чем в августе 2014 года. В целом, за 2015 год ожидалось ее снижение на 8 – 9% по сравнению с предыдущим годом. Динамику в

процентах к соответствующему периоду предыдущего года можно посмотреть ниже на рис 8.

Рисунок 8 – Темп прироста реальной заработной платы



Снижение доходов населения в реальном выражении и замедление темпов роста потребительского кредитования на фоне высокой накопленной долговой нагрузки населения обусловили сокращение потребительского спроса. В августе снижение оборота розничной торговли составило 9,1% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Под влиянием вышеуказанных факторов в 2015 году расходы на конечное потребление сократились, по оценкам, на 6 – 6,9%.

Низкий уровень предпринимательской уверенности, сокращение доходов от экспортных операций, ограничение доступа российских компаний к международным финансовым рынкам, ужесточение внутренних условий заимствования обусловили дальнейшее снижение инвестиционной активности. Сокращение инвестиций в основной капитал в августе 2015 года составило 6,8% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. По оценкам, сокращение валового накопления основного капитала составило около 8,0 % по итогам 2015 года. При этом, в отличие от кризиса 2008 – 2009 годов, в 2016 году ожидается меньшее сокращение запасов материальных оборотных средств. Это связано с тем, что оптимизация их уровня уже проводилась предприятиями в 2013 – 2014 годах.

Несмотря на более медленный рост внешнего спроса, чем ожидалось годом ранее, темпы роста физического объема экспорта по итогам года могут составить около 2% (в

базовом годовом сценарии предполагался нулевой рост). Указанная тенденция обусловлена, в том числе, тем, что масштабное ослабление рубля в реальном выражении в конце 2014 – начале 2015 года оказало определенную поддержку экспортно-ориентированным секторам российской экономики (прежде всего, нефтяному сектору, а также металлургии), частично компенсировав предприятиям потери, связанные со снижением цен на мировых товарных рынках. Сокращение физических объемов импорта в 2015 году, в условиях падения внутреннего спроса, по оценкам, оказалось более существенным, чем ожидалось годом ранее, и составило более 20%. Ослабление рубля в конце 2014 – начале 2015 года также оказало понижающее давление на импорт и способствовало развитию импортозамещения в производстве отдельных товаров. В результате, чистый экспорт в 2016 году внесет значимый положительный вклад в темп прироста ВВП.

Обозначенные тенденции в российской и мировой экономике нашли отражение в структуре статей текущего счета платежного баланса России. Значительное снижение цены на нефть в 2015 году, по сравнению с 2014 годом, оказало сильное понижающее давление на стоимостный объем экспорта. Несмотря на рост, в реальном выражении, стоимостный объем экспорта товаров и услуг сократился за первое полугодие 2015 года на 28,6%. Снижение экспорта, по итогам 2015 года, по оценкам, составило около 30%. В то же время, стоимостный объем импорта сокращается более высокими, по сравнению с объемами экспорта, темпами под влиянием замедления экономического роста и произошедшего ослабления рубля в реальном выражении, а также в условиях действия международных торговых санкций.

Профицит торгового баланса в 2015 году сократился по сравнению с уровнем прошлого года, однако сальдо текущего счета, по оценкам, увеличилось до 73 млрд долларов США (с 58 млрд долларов США годом ранее) за счет улучшения баланса услуг и баланса неторговых компонентов, прежде всего, сокращения инвестиционных доходов к выплате.

Формирование инфляционной динамики в 2015 году происходило под действием разнонаправленных факторов. В значительной степени оно определялось распределенным влиянием значительного ослабления рубля в конце 2014 года, которое привело к повышению цен на импортируемую промежуточную и конечную продукцию, а также имело ряд вторичных эффектов. Обесценение национальной валюты привело к существенному повышению инфляционных ожиданий в конце 2014 – начале 2015 года, что стало одной из причин роста склонности экономических агентов к потреблению и повышению давления на цены со стороны спроса в этот период. Результатом стало существенное ускорение роста цен на непродовольственные товары длительного

пользования. Кроме того, опосредованный эффект ослабления рубля, связанный с повышением доходности экспортных операций, обусловил рост внутренних цен производителей на отдельные категории товаров.

Стабилизация валютного рынка, которой способствовали принятые Банком России меры, определила последовательное снижение вклада курсовой динамики в темпы роста цен. По оценке, ко II кварталу текущего года было исчерпано влияние на издержки и цены действующих с середины 2014 года ограничений на импорт отдельных товаров. Важным фактором замедления инфляции являлось также сжатие внутреннего спроса. Кроме того, по мере замедления роста цен улучшались инфляционные ожидания. В результате, годовая инфляция, достигнув пикового значения в марте 2015 года (16,9% к соответствующему месяцу 2014 года), в июле снизилась до 15,6%. Повышение темпов ослабления рубля в августе не имело значительных проинфляционных последствий. В сентябре темп прироста потребительских цен составил 15,7%. По итогам 2015 года, прогнозируется снижение инфляции до 12 – 13%.

В 2015 году Банк России постепенно смягчал денежно-кредитную политику. В первом полугодии, в условиях ослабления инфляционных рисков, при сохранении рисков значительного охлаждения экономики, ключевая ставка была снижена в совокупности на 5,5 процентных пунктов – до 11,5% годовых. В июле – начале сентября, на фоне наблюдавшегося ослабления рубля, инфляционные риски выросли. В связи с этим, Банк России в июле уменьшил масштаб снижения ключевой ставки до 50 базисных пунктов, снизив ее до 11,0% годовых, а в сентябре приостановил смягчение денежно-кредитной политики, сохранив ставку на указанном уровне.

Банк России в 2015 году реализовал ряд изменений в системе инструментов денежно-кредитной политики. Так, для расширения доступа кредитных организаций к рефинансированию, Банк России в июне 2015 года дополнил систему инструментов денежно-кредитной политики аукционом «валютный своп» «тонкой настройки» на 1 – 2 дня. Данные операции будут проводиться по решению Банка России совместно с аукционами репо «тонкой настройки» в случаях, если высокий уровень нагрузки на рыночное обеспечение по основным операциям может оказать негативное влияние на возможности Банка России по управлению процентными ставками денежного рынка.

Как и планировалось, Банк России продолжил в 2016 году работу по увеличению объема обеспечения, которое кредитные организации могут использовать в операциях рефинансирования Банка России. Был существенно расширен Ломбардный список Банка России, а также Перечень Банка России. С 2015 года в Ломбардный список Банка России могут включаться облигации юридических лиц – резидентов Российской Федерации, являющихся нефинансовыми организациями, и облигации с ипотечным покрытием,

эмитенты (выпуски) которых не имеют рейтингов рейтинговых агентств или исполнение обязательств эмитента по которым не обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации либо солидарным поручительством ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию». В 2015 году также принимались решения об увеличении поправочных коэффициентов, снижении дисконтов, применяемых для корректировки стоимости активов, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России.

3.2 РОЛЬ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В ОБЕСПЕЧЕНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Под политикой содействия экономическому росту понимается государственная экономическая политика, направленная на стимулирование долгосрочного экономического роста и повышение его качества. Целью данной политики является формирование эффективной траектории развития экономики, обеспечивающей устойчивый рост на протяжении длительного периода времени.

В экономической науке существуют два конкурирующих подхода к тому, какое участие должно принимать государство в стимулировании экономического роста. Первый подход, известный как государственный дирижизм, предполагает активное регулирующее вмешательство государства в экономику. Второй подход – либерализм – допускает ограниченную роль государства в регулировании экономики, ориентированную, главным образом, на создание благоприятных условий для экономического роста.

Основные принципы дирижистской политики были сформулированы французским экономистом Франсуа Перру (1903-1987). Он разработал «концепцию доминирования», согласно которой приоритетными точками приложения силы со стороны государства должны выступать доминирующие единицы (фирмы, отрасли, комплексы отраслей), обладающие сильными эффектами «увеличения», т. е. способные к быстрому росту и образующие вокруг себя зоны развития. Сегодня эти принципы поддерживаются теорией эндогенного экономического роста.

«Дирижистское» управление процессами экономического роста предусматривает проведение промышленной политики, опирающейся на стратегические программы и индикативные (рекомендательные) планы развития экономики в целом, а также отдельных отраслей и секторов. Промышленная политика включает в себя наборы инструментов как селективного (избирательного) воздействия, так и универсального, макроэкономического воздействия.

Селективные меры применяются для поддержки конкретных отраслей, или даже предприятий, инвестиции в которые обладают сильным экстернальным эффектом, и потому способных выступить в роли «локомотивов роста» для всей экономики.

Универсальные меры воздействуют на экономику в целом. К ним относятся: политика валютного курса, государственные инвестиции в инфраструктуру, налоговая политика, ориентированная на стимулирование инновационной деятельности, импорт авангардной техники и технологий, привлечение прямых иностранных инвестиций.

Экономисты либеральных взглядов придерживаются концепции свободной рыночной экономики. Они считают, что промышленная политика неэффективна и потому возражают против ее проведения. Их аргументы обычно сводятся к следующему. Во-первых, в связи с тем, что информация о силе внешних эффектов отсутствует, невозможно обосновать приоритеты государственной поддержки. Во-вторых, из-за несовершенства политических институтов вмешательство государства в экономику стимулирует коррупцию и «захват власти» крупным бизнесом.

Согласно либеральной стратегии, вместо активной промышленной политики государству необходимо обеспечивать условия для устойчивого развития экономики. Данный подход наиболее полно представлен в Вашингтонском консенсусе, обобщающем рекомендации МВФ и Всемирного банка, предлагавшиеся развивающимся странам в 1980-1990-х гг. в качестве «лекарства» от социально-экономической отсталости.

Вашингтонский консенсус охватывает десять принципов.

1. Бюджетная дисциплина - сокращение бюджетного дефицита и отказ от его монетизации.

2. Изменение приоритетов государственных расходов в пользу образования, здравоохранения, инфраструктуры.

3. Налоговая реформа - создание налоговой системы с широкой налоговой базой и низкими ставками.

4. Либерализация процентных ставок - переход на рыночные принципы их формирования.

5. Конкурентоспособный обменный курс вместо переоцененной национальной валюты, стимулирующей накопление чисто внешних обязательств перед остальным миром.

6. Либерализация внешней торговли - снижение торговых барьеров, тарифных и нетарифных ограничений.

7. Либерализация прямых иностранных инвестиций (именно прямых, а не движения капитала вообще).

8. Приватизация государственных предприятий.

9. Дерегулирование рынков - снижение административных барьеров входа на рынок и выхода с рынка.

10. Защита прав собственности.

Первые пять принципов призваны обеспечивать макроэкономическую стабильность, остальные принципы направлены на стимулирование конкуренции на внутренних рынках (с шестого по восьмой) и развитие предпринимательства, прежде всего, малого и среднего (девятый и десятый пункты).

В тех странах, где рекомендации Вашингтонского консенсуса применялись, а это довольно обширная группа развивающихся стран Латинской Америки, Карибского бассейна, Ближнего Востока, Северной Африки, а также стран с переходной экономикой Восточной Европы и бывших советских республик, результаты оказались негативными. Так, в постсоциалистических странах потери душевого ВВП 1990-е гг. составили в среднем 30%, в России - 80%.

Неудачный опыт показал, что одних либеральных методов для стимулирования экономического роста в развивающихся странах и в странах с переходной экономикой недостаточно. Более того, некоторые из этих методов входят в противоречие с задачами быстрого роста капитала и производства, которые, в первую очередь, необходимо решать в период экономической модернизации.

Российские ученые В. Полтерович и В. Попов выступили с научной идеей о том, что государственная политика стимулирования экономического роста должна эволюционировать, меняться вместе с развитием экономики. Анализируя успешный опыт модернизации экономик таких стран, как Япония, Южная Корея и Тайвань, они предложили различать четыре стадии развития:

- 1) Начальную стадию модернизации (индустриализации);
- 2) Стадию инициации экспортно-ориентированного роста;
- 3) Стадию стимулирования ускоренного развития;
- 4) Стадию развитого рынка.

На первых трех стадиях модернизации следует отдавать предпочтение промышленной политике: сначала - ее селективным мерам, затем - все больше универсальным. И лишь когда экономика приблизится к технологической границе (в конце периода модернизации), следует переходить к режиму либерального стимулирования экономического роста.

Более подробно эволюционная политика содействия экономическому росту представляется такой.

На первой стадии страна решает задачу модернизации национального капитала - переоснащения отечественной промышленности за счет импорта из-за рубежа передового оборудования и новейших технологий. На этой стадии государству необходимо проводить селективную промышленную политику: поощрять ввоз инвестиционных товаров за счет низких импортных тарифов, предоставлять субсидии, льготные кредиты импортерам и, в то же время, ограничивать импорт готовой промышленной продукции. Целесообразно также поддерживать завышенный реальный валютный курс, способствующий импорту.

На второй стадии первоочередной задачей становится выход страны на внешний рынок. Для этого государство должно применять как селективные, так и неселективные инструменты промышленной политики, направленные на поощрение экспорта и сдерживание импорта: занижение реального валютного курса, индикативное планирование экспортных отраслей, жесткое регулирование рынков, создание инфраструктуры.

На третьей стадии модернизации ставятся задачи инновационного развития расширения малого и среднего бизнеса (и сокращения на этой основе социальной дифференциации населения), роста человеческого капитала, уменьшения размеров государства. В государственной политике приоритет отдается неселективным, универсальным, методам регулирования: устранению барьеров на пути движения товаров и капиталов, поддержанию конкурентного валютного курса, развитию малого бизнеса.

На четвертой стадии экономика приближается к технологической границе, возможности для технологического заимствования из-за рубежа исчерпываются, и дальнейшее развитие может происходить только за счет инноваций. На данной стадии приоритет отдается обеспечению макроэкономической стабильности, совершенствованию институтов, способствующих развитию человеческого капитала и инновациям (развитие контрактных отношений; защита прав собственности, в том числе, интеллектуальной, развитие гибких форм организации бизнеса; создание высокоразвитой финансовой системы, позволяющей перераспределять риски инновационной деятельности; развитие образования в сфере научных исследований и т.п.).

Проблема влияния рынка активов на экономический рост была впервые поставлена почти полтора столетия назад в рамках классической школы. В начале XX в. Й. Шумпетер анализировал ее в рамках теории предпринимательства. Он рассматривал банкира как посредника между теми, кто стремился реализовать «новые комбинации», и владельцами необходимых для этой цели факторов производства. От имени всего общества банкир, предоставляя кредит, «санкционирует» осуществление «новых комбинаций».

В дальнейшем вопрос о взаимосвязи рынка активов и экономического роста в силу объективных факторов - двух мировых войн и Великой депрессии - временно оказался на периферии мировой экономической науки.

К настоящему времени сформировались три подхода к изучению влияния рынка активов на экономический рост. Первый из них имеет микроэкономические основания и базируется на исследовании таких проблем как моральный риск, отрицательная селекция отношения "принципал-агент" и т.д. применительно к рынку активов, их воздействию на процессы накопления капитала и, соответственно, на темпы роста экономики.

Второй подход предполагает включение показателей характеризующих функционирование рынка активов в модели эндогенного экономического роста. Главная

задача, с которой совместными усилиями успешно справились исследователи, - теоретическое доказательство наличия положительной связи между развитием рынка активов и экономическим ростом.

Работы в русле третьего, экономического, подхода призваны найти эмпирические доказательства связи рынка активов и экономического роста. Число исследований, где приводятся такие доказательства, многократно превалирует над работами, ставящими под сомнение влияние финансового рынка на экономический рост. Тем не менее, окончательного разрешения этот вопрос еще не получил. В частности, предстоит прояснить проблему линейности между развитием рынка активов и экономического роста, определить, действительно ли именно рынок активов стимулирует экономический рост, а не наоборот.

Четвертый, неинституциональный, подход находится в стадии формирования.

Особое внимание в рамках исследования воздействия, которое оказывает рынок активов на экономический рост, уделяется также проблеме оптимальной структуры этого рынка, понимаемой как соотношение между его основными сегментами - банковским сектором и фондовым рынком - обеспечивающими устойчивый темп экономического роста в долгосрочной перспективе.

Существует обширный перечень аргументов в поддержку приоритетной роли как банковской сферы, так и рынка ценных бумаг. В настоящее время популярна и эклектическая точка зрения, сторонники которой подчеркивают комплементарный характер этих сегментов рынка активов и предлагают поставить во главу угла необходимость создания благоприятной институциональной среды как залога его эффективного функционирования.

Эмпирические исследования ученых, нацеленные на выявление значимости фактора финансовой структуры для объяснения динамики экономического роста, и основанные на построении регрессионных моделей по панельным данным, свидетельствуют скорее о комплементарности сегментов рынка активов, нежели о превалирующем влиянии одного из сегментов на темпы экономического роста.

Проведенное исследование роли монетарной политики в обеспечении экономического роста позволяет сформулировать ряд выводов.

Во-первых, государственная политика содействия экономическому росту направлена на стимулирование долговременного экономического роста и повышение его качества. Существуют два подхода к осуществлению такой политики: государственный дирижизм и либерализм. Государственный дирижизм предполагает активное регулирующее вмешательство государства в экономику путем проведения промышленной политики. Либерализм допускает ограниченную роль государства в регулировании экономики, ориентированную, главным образом, на создание благоприятных условий для

экономического роста (набор таких условий представлен в понятии Вашингтонского консенсуса). Для стран, осуществляющих догоняющее развитие, либеральная модель неэффективна и преждевременна. Политика содействия экономическому росту в таких странах должна эволюционировать вместе с модернизацией экономики. На ранних стадиях следует отдавать предпочтение промышленной политике, сначала - ее селективным мерам, затем - универсальным. Когда экономика приблизится к технологической границе (в конце периода модернизации), следует переходить к режиму либерального стимулирования экономического роста.

Во-вторых, денежно-кредитная политика - это политика управления денежной массой и процентными ставками. Центральный банк - государственный орган, который управляет банковской системой и отвечает за проведение монетарной политики. Для достижения этих целей ЦБ может использовать инструменты кредитно-денежной политики: операции на открытом рынке, ставку рефинансирования, норму обязательного резервирования. При проведении кредитно-денежной политики ЦБ руководствуется определенными целями, или конечными ориентирами, такими как стабилизация экономики, достижение полной занятости ресурсов, стабильность цен и устойчивость платежного баланса.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основным направлением государственного регулирования экономики является анализ денежно-кредитной политики страны.

Главная задача денежно-кредитной политики заключается в содействии экономике, при котором наблюдается отсутствие инфляции и полная занятость. Можно сделать вывод что, денежно-кредитная политика в периоды циклических спадов поддерживает уровень цен, порождает рост денежного предложения, поощряет его расходование, содействует росту производства. Главными исполнителями и проводниками данной политики государства является ЦБ РФ, а также специализированные кредитно-финансовые учреждения и коммерческие банки.

Для осуществления данных целей необходим не только строгий контроль за темпами денежной эмиссии, но и последующее совершенствование и развитие действия рыночных механизмов рефинансирования банков. Так же важными условиями являются проведение политики гибко управляемого валютного курса с установлением границ его возможного изменения. Необходимо активное использование таких инструментов денежно-кредитной политики как механизм формирования обязательных резервов кредитными организациями и процентные ставки по операциям Банка России. Важно отметить, что удержание внешней и внутренней стабильности рубля, как необходимого условия для восстановления неинфляционного роста экономики, является существенной задачей денежно-кредитной политики Банка России.

Особое внимание нужно уделить тому, что ценовая стабильность является благоприятной средой экономического роста, но никак не его фактором. Поэтому экономический рост и подавление инфляции любой ценой не должно быть самоцелью. Для благоприятной среды важно достижение устойчивого характера экономического роста, обеспечиваемого качественными изменениями в экономике, а не погоня за недолгосрочными количественными показателями роста в ущерб длительному устойчивому развитию национальной экономики. Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод о неустойчивом характере подъема экономики нашей страны. На данный момент видно, что прежняя стратегия развития не смогла обеспечить реализацию экономических интересов большинства населения России, а также не дала возможности подготовиться к длительной мировой рецессии и уделить особое внимание внутренним источникам экономического развития.

Анализ основных макроэкономических параметров позволил установить существенные угрозы экономической безопасности России - это неудовлетворительная

отраслевая структура, зависимость развития отечественной экономики от неустойчивой конъюнктуры мирового рынка сырья и энергоносителей и низкий уровень добавленной стоимости в экономике страны.

Проводимая монетарная политика преследовала цель именно стабилизации финансового сектора, без учета динамики развития реального сектора экономики, в отрыве от происходящих экономических и социальных процессов.

Следствием подобной политики становится низкая загруженность производственных мощностей большинства отраслей промышленности, значительно отстающая от возможного потенциала. Важно отметить, что расставляемые приоритеты в денежно-кредитной сфере должны совпадать с приоритетами регулирования реального сектора. Реализация монетарной политики не должна осуществляться вразрез с промышленными приоритетами, а именно должна быть тесно связана с ними. Именно в реальном секторе создаются условия для обновления капитала и, в результате, принятые антикризисные меры оказываются направленными на поддержание субъектов реальной экономики.

Одним из тормозящих факторов в развитии экономики является то, что возможности национальной кредитной системы используются не в полной мере. На данный момент в банковской системе сформировался устойчивый структурный дефицит ликвидности, для устранения которого необходимо дополнение канала эмиссии прямыми операциями Банка России по купле-продаже государственных ценных бумаг на вторичном рынке. В то же время, ЦБ, вместо расширения предложения денег для кредитования, занимается их изъятием из экономики, искусственно сдерживая экономический рост. Механизмы рефинансирования коммерческих банков должны быть осуществлены для модернизации и развития производства.

Дальнейшее развитие ситуации в российской экономике будет во многом зависеть от изменения внешнеэкономических условий и, как следствие, скорости адаптации к ним экономики. В рамках предполагаемых основных действий Банк России считает, что соотношение текущего и финансового счета не позволит в 2016–2018 гг. ни сокращать, ни наращивать объем предоставления кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе. Если рассматривать оптимистичный исход, который требует других действий, то Банк России ожидает растущие цены на нефть и устойчивое превышение величины оттока капитала. Тогда будут погашены задолженность по операциям предоставления иностранной валюты на возвратной основе, а Банк России с целью увеличения уровня международных резервов сможет осуществлять покупки иностранной валюты. Если учесть неблагоприятный исход, то Банку России в 2016 г., наоборот, нужно будет увеличить объем операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной

основе и даже прибегнуть к прямым интервенциям на валютном рынке для поддержания финансовой стабильности.

Как отметил Д. Стиглиц: «Многие коммунистические страны в большинстве своем обратились к капитализму, но некоторые из них выбрали искаженный вариант рыночной экономики. Они поменяли своего бога Карла Маркса на нового Милтона Фридмена. Но новая религия не служит им хорошо».

Важнейшим инструментом экономической политики должна стать ставка рефинансирования. Система рефинансирования должна быть модифицирована, с доведением процентной ставки до уровня, не превышающего среднюю норму рентабельности производственной сферы. Иначе, удерживая ставку на уровне, превышающем среднюю рентабельность в производственной сфере, ЦБ блокирует развитие всей банковской системы, ограничивая спрос на деньги краткосрочными спекулятивными операциями. Завышение процентной ставки как результат дефицита предложения денег приводит к росту транзакционных издержек, падению конкурентоспособности отечественного производства.

Поэтому, для содействия ЦБ в достижении цели денежно-кредитного регулирования, – повышения объема производства необходимо усилить роль процентной политики в механизме воздействия на сбережения и инвестиции.

Национальная экономика в первую очередь должна опираться на внутренний спрос как главный источник роста. Российская экономика, по сравнению с развитыми, имеет огромный потенциал роста, который связан с внутренними источниками развития. Источником роста должна стать инфраструктурная составляющая, обеспечивающая значительное увеличение внутреннего рынка, ориентированного в основном на продукцию отечественных производителей.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов» – (<http://www.cbr.ru/today/publications.pdf>).
2. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» – (http://www.cbr.ru/today/publications_reports.pdf).
3. Агапова Т. А. Макроэкономика: учебник / Т.А. Агапова, С.Ф. Серегина.- М.: Изд-во «Дело и Сервис», 2002. – 448 с.
4. Алтунян А.Г. Роль монетарной политики в обеспечении экономической безопасности России // Вестник СПбГУ: Серия 5: Выпуск 1. 2012.
5. Алтунян А.Г. Экономическая политика в России: уроки кризиса и перспективы развития// Национальные интересы : приоритеты и безопасность. 2012. №46
6. Алтунян А.Г. Монетарная политика в системе экономической безопасности России. – СПб.: Изд-во «Знак», 2009. – С. 7-17
7. Андрианов В.Д., Эволюция основных концепций регулирования экономики от теории меркантилизма до теории саморегуляции. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – с. 36
8. Ануреев С.В., «Денежно-кредитная политика, диспропорции и кризисы: монография» - М.: КНОРУС, 2009. С. 13
9. Вишнякова Е.А. Новые инструменты Центрального Банка Российской Федерации // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ», – Том 7, – №5 (2015) [Электронный доступ] – Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/122EVN515.pdf>.
10. Всяких Ю.В., Битюкова А.Ф. Денежно-кредитная политика Банка России на современном этапе // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2015. – № 7. – С. 6-9.
11. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / Российская экономическая акад. им. Г. В. Плеханова. - М.: ИНФРА-М, 2007. – 378 с.
12. Горбатенко И.А. Финансовые рынки современной России: особенности регулирования и тенденции развития // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – 2015. – № 8-1.– С. 120-123.
13. Джурбаев Ж.Ш. Практический опыт ведущих Центральные банков в преодолении последствий мирового финансового кризиса // Науковий вісник Полісся. 2015. № 3. С. 143-151.
14. Доклад о денежно-кредитной политике – №1 – март 2016 г. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2016_01_ddcp.pdf.
15. Доклад о денежно-кредитной политике – №4 – декабрь 2015 г. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2015_04_ddcp.pdf.
16. Долан Э. Дж. Деньги, банки и денежно-кредитная политика. СПб. 1994 . С. 389.
17. Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. СПб. 1994 . С. 471.
18. Ирмишев Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм. Алма-Ата 1990. С.17.
19. Кондратов Д.И. Таргетирование в денежно-кредитной политике Евросоюза: эволюция и результативность. – М.: Ин-т Европы РАН; Русский сувенир, – 2011. – 248 с.
20. Котляров М.А. Центральный банк в экономике страны. М., 2004. С. 60.
21. Лаврушин О.И. Взаимодействие денежно-кредитной и финансовой политики // Финансы и кредит. 2006. № 1. С. 2.
22. Матвеева Т.Ю. Курс лекций по макроэкономике: учебное пособие / Т.Ю. Матвеева. – М.: ГУ ВШЭ, 2003. – 248 с.
23. Моисеев СР. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. – М.: Экономист, – 2005. –652 с.

23. Муравьев А.К. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и особенности его функционирования в России // Сибирская финансовая школа. – 2012. – № 6 (95). – С. 131-134.
24. Мэнкью Г.Н., «Принципы макроэкономики» с 301
25. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки // Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования – № 4 / Февраль 2016 [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/wps/bulletin_16-04.pdf
26. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков [Электронный ресурс]: федер. закон Рос. Федерации от 23 июля 2013 г. №251-ФЗ принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 5 июля 2013 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 10 июля 2013 г. (ред. от 28.12.2013) – Документ опубликован не был. Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
27. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: федер. закон Рос. Федерации от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 20 марта 1996 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 11 апреля 1996 г. (ред. от 28.12.2013). – Документ опубликован не был. Доступ справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
28. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) [Электронный ресурс]: федер. закон Рос. Федерации от 10 июля 2002 г. №86-ФЗ принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 27 июня 2002 г. (ред. от 28.12.2013). – Документ опубликован не был. Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
29. Рязанов В.Т. Время для новой индустриализации: перспективы России// Экономист.2013. №8.С.3-32.
30. Рязанов В.Т. Неустойчивый экономический рост как новая реальность// Вестник С.-Петербург. ун-та. Сер.5:Экономика.2013.Вып 4. С.3-35
31. Симановский А.Ю. Монетарная политика и экономический рост в России: отдельные аспекты проблемы //Деньги и кредит. 1999. № 11.
32. Статистика официального сайта Росстата – (http://www.gks.ru/wps/portal/OSI_NS#).
33. Статистика официального сайта Центрального банка РФ – (<http://www.cbr.ru/statistics/>).
34. Статьи с официального сайта Ведомости - <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/10/21/613642-stolipinskii-klub-razrabotal-programmu-stimulirovaniya-ekonomiki>
35. Статьи с официального сайта журнала Эксперт - <http://expert.ru/dossier/podrubrika/economics/>
36. Усаткина О.И. Влияние трансформации природы и функций современных денег на денежно-кредитную политику. – Ростов н/Д: СКАГС, – 2007. – 168 с.
37. Фетисов Г.Г. Организация деятельности центрального банка: учебник / Г.Г. Фетисов, О.И. Лаврушин, И.Д.Мамонова. – М.: КноРус, 2006. – 432 с.
38. Хансен Э. Денежная теория и финансовая политика / Пер. с англ. – М.: Дело, 2006, С. 289-292
39. Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс] –Электронные данные – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.
40. Экономическая теория: учебное пособие; под ред. А. Г. Грязновой и В.М. Соколинского. с 370