УДК 336.741.28

Третьякова Светлана Николаевна – канд. экон. наук, доцент кафедры финансов и кредита Дальневосточного института управления – филиала ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ» (г. Хабаровск). *E-mail: kir-tret@mail.ru*

S.N. Tret'yakova

Некоторые проблемы реализации денежно-кредитной политики в условиях перехода к инфляционному таргетированию

В настоящее время осуществляется изменение ключевых параметров денежно-кредитной политики в России. Исследованы цели, инструменты, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и их российские особенности. Сформулированы ключевые проблемы и трудности перехода к инфляционному таргетированию в России. В настоящее время Банк России имеет возможность воздействовать на монетарные факторы, при этом, на инфляцию преимущественно влияют немонетарные факторы. Инструменты денежно-кредитной политики направлены на конечную цель – инфляцию. При этом, не ставится задача регулировать факторы роста денежной массы – денежную эмиссию. Необходимо выявить основные каналы денежной эмиссии и провести анализ самого механизма денежной эмиссии в современных условиях. Анализ экономической литературы, включая нормативно-правовую базу, показал отсутствие законодательно закрепленного понятия денежной эмиссии и его механизма. Сформулирован вывод о том, что в основе выявленных проблем лежит недостаточное изучение динамики развития форм денег, их функций и базовых монетарных концепций. Обоснована необходимость разработки новой теоретической основы самой денежной теории с учетом трансформации механизма денежной эмиссии в современных условиях.

Some problems implementation of monetary policy Under the conditions of transition to inflation targeting

Now the change of key parameters of a monetary policy in Russia is going on. The purposes, instruments, the transmission mechanism of a monetary policy and their Russian features are researched. Key problems and the difficulties of transition to inflation targeting in Russia are formulated. Now the Bank of Russia has an opportunity to influence monetary factors, thus the inflation is

influenced mainly by the not monetary factors. Instruments of a monetary policy are directed on ultimate goals – inflation. Thus the task isn't to regulate the factors of growth of the money supply – money issue. Identification of the main channels of money issue and the analysis of the mechanism of money issue in modern conditions is necessary. The analysis of economic literature, including a regulatory framework, showed absence of legislatively consolidated concept of money issue and its mechanism. The conclusion that at the heart of the revealed problems insufficient studying of dynamics of development of forms of money is, their functions and basic monetary concepts is formulated. The need of development of a new theoretical basis of the most cash theory taking into account transformation of the mechanism of the money issue in modern conditions is proved.

Ключевые слова: *денежно-кредитная политика, инструменты денежно-кредитной политики, инфляционное таргетирование, денежная эмиссия.*

Keywords: monetary policy, monetary policy instruments, inflation targeting, money issue.

Денежно-кредитная политика, проводимая Центральным банком страны, является важнейшей частью экономической политики государства. Эту политику также называют монетарной, т. к. в большей степени она «… сводится к управлению денежной массой и процентными ставками» [1; 21]. Экономический словарь трактует денежно-кредитную политику как «… проводимый государством курс и осуществляемые меры в области денежного обращения и кредита, направленные на обеспечение устойчивого, эффективного функционирования экономики, поддержание в надлежащем состоянии денежной системы» [2; 320].

В Российской Федерации монетарную политику формирует и реализует Банк России. Приоритетные цели на плановый период отражены в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики… (далее – Основные направления) [3]. Еще начиная с 2013 г. Банк России в качестве ключевых целей определил стабильность цен и снижение уровня инфляции до 4 – 5% в год. Таким образом, в настоящее время в России осуществляется переход на инфляционное таргетирование. Безусловно, это достаточно сложный процесс, требующий комплексного рассмотрения в первую очередь возможных трудностей и проблем реализации.

В отечественной практике при разработке механизмов регулирования денежного обращения основное внимание уделяется денежным агрегатам, характеризующим денежную массу, денежному

мультипликатору. В этой связи, ключевыми инструментами Банк России определяет ставку рефинансирования, норму обязательного резервирования и операции на открытом рынке. Вместе с тем, ещё в 2002 г. С.Р. Моисеев обосновал необходимость перехода от денежного таргетирования к инфляционному [4]. При этом, контроль над динамикой показателей денежной массы теряет свою актуальность и значимость, и данные об изменении денежных агрегатов используются только в качестве дополнительной информации. С.Р. Моисеевым проведено глубокое исследование зарубежного опыта по этому вопросу. Он показал, что большинство развитых и развивающихся стран уже перешли на инфляционное таргетирование. Однако в Основных направлениях в качестве целевых ориентиров определены показатели, характеризующие структуру и динамику денежной массы.

Цели денежно-кредитной политики можно классифицировать по различным признакам. По объекту влияния выделяют экономические (стабильность цен, рост ВВП, сбалансированность платежного баланса, стабильность валютного курса, оптимизацию кредитной активности банков и другие) и социальные (повышение уровня жизни населения, высокий уровень занятости, повышение доступности банковских и финансовых услуг) цели.

По структурной соподчиненности можно выделить: конечные (высокий уровень занятости, рост ВВП, стабильность цен, стабильность ставки процента, стабильность валютного курса), промежуточные (денежные агрегаты, ставку процента, курс валюты) и операционные (денежную массу, резервы, ставку процента).

Переход к инфляционному таргетированию предполагает, что в качестве конечной цели денежно-кредитной политики определяется именно стабильность цен, остальные цели становятся промежуточными и операционными.

Центральный банк оказывает влияние на экономику посредством использования механизма, получившего название «трансмиссия денежно-кредитной политики». Впервые исследовал трансмиссию и ввел в научный оборот данное понятие еще Дж. М. Кейнс. В настоящее время в зарубежной практике исследованию данных вопросов посвящены работы таких ученых, как Б. Бернанке, Ф. Мишкин, К. Симс, Дж. Тейлор. Среди отечественных ученых можно выделить работы А. Вдовиченко, В. Ворониной, Е. Гайдара, О. Говтваня, Е. Гурвича, С. Моисеева, П. Трунина, А. Улюкаева и др. Несомненно, существенный вклад в развитие исследований механизмов денежно-кредитной политики и инфляционного таргетирования внес С. Моисеев.

Импульсы денежно-кредитной политики влияют на экономику по нескольким схемам, которые называются каналами. В отношении структуры каналов механизма денежно-кредитной трансмиссии

существуют несколько подходов. Классический подход, описанный С. Моисеевым, включает в себя: канал процентной ставки (канал замещения и канал дохода и потока наличных); канал благосостояния; широкий канал кредитования (балансовый); узкий канал кредитования (канал издержек привлечения капитала); канал валютного курса; монетаристский канал.

С.М. Дробышевский в своей диссертации показывает наличие трех каналов трансмиссии [5]: канал непредвиденного роста уровня цен; канал банковского кредитования; канал богатства домохозяйств.

В.В. Митрохин и А.А. Лукшина полагают, что в настоящее время преимущественно используются четыре канала [6]: процентной ставки, кредитования, благосостояния, валютного курса.

Цели денежно-кредитной политики достигаются посредством применения Банком России инструментов денежно-кредитной политики.

Основными инструментами, в соответствии с ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации (далее – Банке России)» являются:

- процентные ставки по операциям Банка России;
- нормативы обязательных резервов;
- операции на открытом рынке;
- рефинансирование кредитных организаций;
- валютные интервенции;
- установление ориентиров роста денежной массы;
- прямые количественные ограничения;
- эмиссия облигаций от своего имени [7].

Банк России может изменять учетную ставку, по которой коммерческие банки под залог финансовых активов привлекают средства от Центробанка. При ее снижении деньги становятся «дешевле». Влияет процентная политика Центрального банка и на стоимость достаточно часто используемых овернайтов, когда происходит автоматическое кредитование корсчета банка для проведения платежей текущего дня с последующим гашением на следующий день. От изменения этой ставки зависит и доходность депозитов, размещаемых коммерческими банками в Центробанке. Следует отметить, что в российской практике данный инструмент воздействует в большей степени на ликвидность банковского сектора и используется для тактического регулирования, а не стратегического.

Нормативы обязательных резервов изначально предназначались для регулирования кредитной активности российских коммерческих банков. В классическом эмиссионном механизме действие этого инструмента прозрачно: банк привлекает депозиты, часть резервов в соответствии с нормативами перечисляет в Банк России (или частично оставляет на корсчете – процедура усреднения), а оставшуюся часть выдает в виде кредитов или осуществляет другие доходные вложения. При росте норматива отчисления возможности кредитования снижаются, и наоборот.

Следует уточнить, что в отличие от зарубежной практики, где обязательные резервы не перечисляются на специальные счета и предназначены для выполнения обязательств, российские банки не имеют доступа к этим суммам до момента ликвидации банка. Таким образом, в зарубежной практике данный инструмент изначально позиционировался как инструмент управления ликвидностью банковской системы и отдельных кредитных организаций. В отечественной практике в действительности изменение норматива обязательных резервов так же воздействует в большей степени на ликвидность банковского сектора, чем на их кредитную активность. Эта ситуация обусловлена изменением самого механизма денежной эмиссии. В настоящее время, понимая снижение роли данного инструмента, Банк России вернулся к единому нормативу для всех видов привлеченных депозитов и прибегает к изменению нормативов достаточно редко.

Операции Центробанка на открытом рынке используются для регулирования объема денежной массы наиболее активно в зарубежной практике. Банк России также эмитирует, покупает, продает и погашает ценные бумаги. Однако, в целом, рынок ценных бумаг как корпоративных, так и государственных в нашей стране недостаточно развит. Россия относится, скорее, к «банковскому» типу экономики, чем к «рыночному». Доверие, традиции, развитая инфраструктура финансового рынка только формируются. Возможно, создание мегарегулятора финансового рынка будет способствовать ускоренному развитию рынка ценных бумаг, что, в свою очередь, приведет к более эффективному использованию этого инструмента денежно-кредитной политики.

Рефинансирование кредитных организаций предполагает формирование долгосрочных ресурсов у коммерческих банков за счет централизованных ресурсов. Эти средства могут быть направлены на расширение кредитования экономики. К сожалению, данный инструмент Банк России использует только в отношении ограниченного количества коммерческих банков. Прежде всего, это так называемые «прогосударственные» банки. Большая часть российских банков, особенно региональных, не могут воспользоваться данным инструментом рефинансирования. Сегодня многие отечественные ученые (именно в широком использовании системы рефинансирования) видят возможности воздействия денежно-кредитной политики на экономический рост. В Банке России, помимо средств на счетах коммерческих банков, включая счета обязательных резервов, размещены также бюджетные средства, в свое время выведенные из банковской системы в казначейство. До последнего времени Банк России использовал эти деньги только в кризисные периоды, осуществляя расширенное рефинансирование и размещая средства на депозитах отдельных коммерческих банков. В настоящее время в основных направлениях денежно-кредитной политики регулятор

предусмотрел более широкое использование данного инструмента денежно-кредитной политики.

Валютные интервенции Банка России являются одним из наиболее используемых инструментов. Это обусловлено, прежде всего, структурой нашей экономики. Поступающая валютная выручка экспортеров, особенно нефтегазового сектора экономики, конвертируется в рубли. Если Банк России не будет активно участвовать в валютных торгах, то это приведет к серьезным колебаниям курса национальной валюты. Поддержание стабильности рубля является одной из приоритетных целей деятельности Центрального банка. Планируемый переход к инфляционному таргетированию предполагает меньшее вмешательство регулятора в курсообразование, чем осуществляется в настоящее время. Ряд экономистов полагают, что трудности перехода от денежного к инфляционному таргетированию во многом связаны с высокой волатильностью курса рубля в условиях ограниченного вмешательства Центрального банка. В последнее время в экономической литературе активно обсуждается вопрос о возможной девальвации рубля с целью стимулирования роста экономики. Вместе с тем, многие ученые полагают, что экономического эффекта, как в 1998 г., девальвация не даст.

Установление ориентиров роста денежной массы используется при политике денежного таргетирования в качестве конечных целей. При переходе к инфляционному таргетированию значимость этих показателей снижается, и они переходят на уровень операционных целей. В зарубежной практике ряд стран полностью отказались от контроля за агрегатами денежной массы, другие – используют эти данные в качестве дополнительной информационной базы при разработке денежно-кредитной политики. В России традиционно динамике агрегата М2 уделяется большое внимание. В последние годы активно дискутируется вопрос о целесообразности использования денежных агрегатов, методологии их расчета. На наш взгляд, в условиях изменения механизма денежной эмиссии данные показатели можно использовать в качестве оценочных показателей при анализе исторических данных. Для целей управления, прогнозирования денежной массы требуется использовать другие показатели, например, кредитные агрегаты.

Прямые количественные ограничения Центробанком используются в процессе установления обязательных экономических нормативов. Эти ограничения связаны с достаточностью капитала, ликвидностью и рисками. Кроме того, на основе мониторинга деятельности отдельных кредитных организаций Банк России может как для отдельных банков, так и для банковской системы устанавливать требования в отношении балансовых пропорций, доходности отдельных операций и др. Так, в настоящее время Банк России, озабоченный ростом потребительского

кредитования и ростом вкладов населения, достаточно часто ограничивает активность коммерческих банков в розничном сегменте деятельности.

Банк России эмитирует собственные облигации с целью воздействия на денежную массу. Рост эмиссии приводит к уменьшению денежной массы, а погашение, наоборот, к росту. Данный инструмент действует так же, как и операции на открытом рынке и имеет те же ограничения, обусловленные неразвитостью финансового рынка в целом.

Таким образом, в зарубежной практике достаточно эффективно используются операции на открытом рынке и происходит изменение процентных ставок. Для российской практики характерно серьезное влияние валютных интервенций Банка России. Практически не работают процентные ставки и система рефинансирования.

Мы разделяем точку зрения современных экономистов, что именно уровень инфляции должен являться конечной целью экономической политики государства. Для России это особенно актуально, т. к., по сравнению с развитыми странами, инфляция в нашей стране остается на высоком уровне, что снижает конкурентоспособность отечественной экономики и сдерживает темпы ее роста. Инфляция является интегральным показателем, характеризующим состояние экономики.

Однако, на наш взгляд, существуют несколько ключевых проблем, обуславливающих трудности достижения конечной цели денежно-кредитной политики России в настоящее время.

Во-первых, необходимо оценить, насколько вообще Банк России имеет возможность реально регулировать инфляцию. Чтобы управлять инфляцией, необходимо воздействовать на факторы, оказывающие существенное влияние на рост цен. Большинство экономистов, и мы разделяем это мнение, считают, что на инфляционные процессы в нашей стране влияют преимущественно немонетарные факторы. Определяющими являются сама структура экономики, внешние факторы, в том числе импорт инфляции, высокая степень монополизации экономики, особенно в части энергоносителей, и т. д. Банк России посредством проведения денежно-кредитной политики напрямую не имеет возможности существенно влиять на перечисленные факторы. Это может привести к трудностям денежных властей в части достижения установленных параметров инфляции при переходе к инфляционному таргетированию.

Во-вторых, мы считаем, что в обоих случаях (и при денежном, и при инфляционном таргетировании) воздействие инструментов денежно-кредитной политики направлено на следствие, но не на причину роста денежной массы как основного монетарного фактора инфляции. Переход к инфляционному таргетированию, по сути, «отодвигает» конечную цель денежно-кредитной политики от Банка России. Представим это схематически (рис. 1).

Мы считаем, что воздействие инструментов денежно-кредитной политики должно быть направлено на «причину», т. е. факторы роста денежной массы в стране. Это обуславливает необходимость выявления основных каналов денежной эмиссии и анализа самого механизма денежной эмиссии в современных условиях. К сожалению, именно этот аспект денежно-кредитного регулирования остается наименее разработанным.

В-третьих, анализ экономической литературы, включая нормативно-правовую базу, классические базовые учебники и диссертации, позволил сформулировать вывод об отсутствии законодательно закрепленного понятия денежной эмиссии и её механизма.

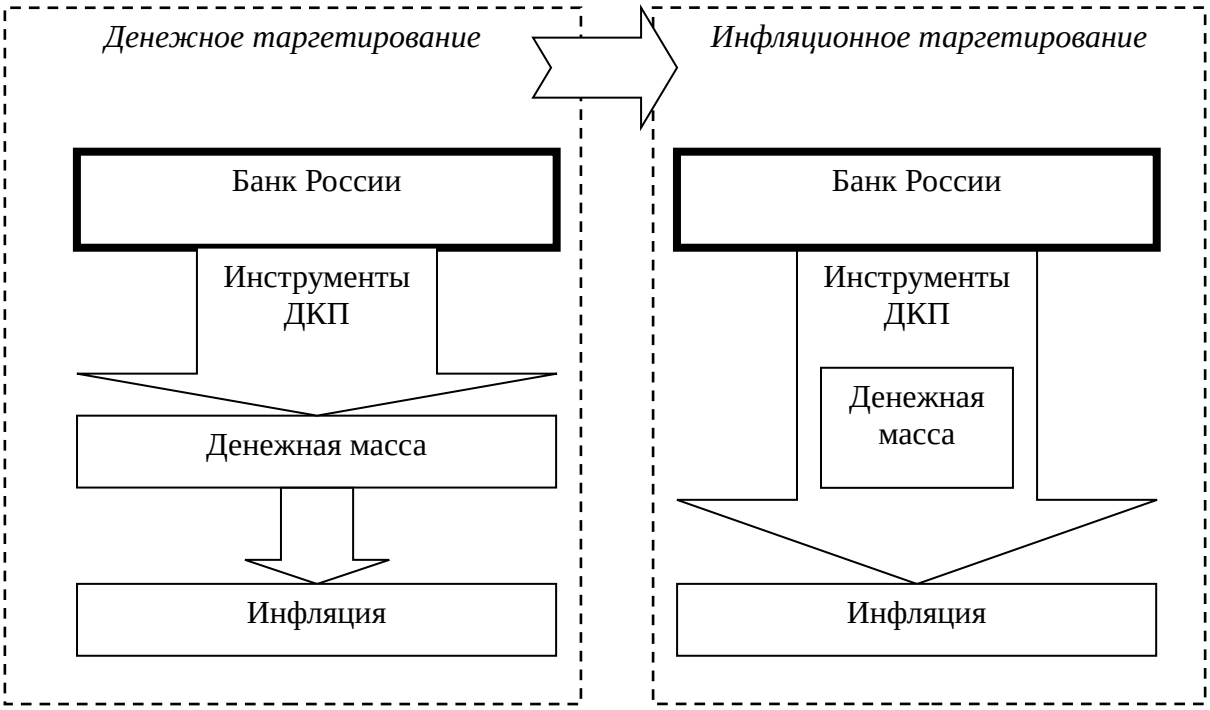


Рис. 1. Изменение воздействия инструментов денежно-кредитной политики

В основных законодательных актах речь идет только о наличной эмиссии: «… денежная эмиссия осуществляется исключительно Центральным банком Российской Федерации» (ст. 75 Конституции) [8]; Центральный банк «… монопольно осуществляет эмиссию наличных денег и организует наличное денежное обращение» (ст. 4 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) [7]»). Следует отметить, что доля наличных денег в структуре денежной массы (М2) составляет ¼ часть (на 01.01.2013 г. – 23%) [9]. При этом, вопросы безналичной эмиссии в законодательстве не рассматриваются.

Сложившаяся банковская практика свидетельствует о существовании безналичной эмиссии. Классическое представление о механизме безналичной денежной эмиссии закреплено во всех учебниках.

Существуют несколько каналов безналичной эмиссии. Выделим среди них валютный, бюджетный и кредитный (банковский).

Валютная эмиссия оказывает существенное влияние на объем безналичной денежной массы в стране. В целом, уровень валютизации в стране остается высоким. На 01.01.2013 г. 17,5% вкладов и 36,7% средств организаций привлечены в иностранной валюте. Эти денежные средства в любой момент могут быть конвертированы в рубли, что приведет к росту денежной массы и усилению давления монетарных факторов на инфляцию.

В отношении бюджетного канала Банк России не выражает особой озабоченности, так как расширенный бюджет исполняется с профицитом. Вместе с тем, на 01.01.2011 г. выкупленные у Правительства РФ долговые обязательства составили 347 млрд. руб., на 01.01.2013 г. – 370 млрд. руб. [9]. Как и валютный канал, бюджетная эмиссия является одним из негативных факторов, влияющих на инфляцию.

Функционирование кредитного (банковского) канала требует более внимательного изучения. Чаще всего в экономической литературе рассматривается эмиссия безналичных денег системой коммерческих банков в процессе кредитования субъектов экономики, а также посредством действия кредитного (депозитного, денежного, банковского) мультипликатора.

В процессе исследования обозначенных выше проблем мы пришли к выводу, что в их основе лежит отсутствие понимания динамики развития форм денег, их функций и базовых монетарных концепций, на которых строится денежно-кредитная политика государства.

Кейнс разрабатывал денежную теорию исходя из того, что в экономике функционируют полноценные деньги. В экономике преобладали наличные деньги, объем которых регулировался денежными властями достаточно легко. Именно поэтому контроль за эмиссией денег в экономике в то время не представлялся актуальным.

Монетаристы обосновывали свою теорию денег в условиях функционирования преимущественно кредитных денег. Объемы безналичных денег стали существенно превышать объемы наличных. Прирост денежной массы уже не полностью контролировался денежными властями, поэтому внимание монетаристов было сосредоточено на вопросах влияния количества денег на экономику и, как следствие, на методах регулирования объемов денежной массы. В это время именно денежно-кредитная политика государства становится приоритетной составляющей финансовой политики.

В настоящее время мы наблюдаем новый виток в развитии денег, их форм и функций. Прежде всего, это опережающее развитие электронных форм денег. Внедрение электронных денег привело к увеличению скорости их обращения и к еще большему росту доли безналичных денег, по сравнению с наличными. В этих условиях разработка денежно-кредитной политики государства должна опираться на новую современную денежную теорию.

Анализ современных подходов к исследованию вопросов монетарной политики показал отсутствие единого взгляда на проблему. Зачастую новые предлагаемые теоретические и методологические основы денежной теории представляют собой комбинацию двух исторических: кейнсинианства и монетаризма. Либо являются детализацией и модернизацией функционирующей на сегодня монетаристской теории. При этом, вопросы изменения форм денег (что является внешним проявлением их сущности, изменения механизма каналов их эмиссии и возможностей денежных властей в рамках действующих моделей денежно-кредитного регулирования) практически остаются за рамками исследования.

Таким образом, по нашему мнению, для достижения целей денежно-кредитной политики в России в условиях перехода к инфляционному таргетированию необходимо в первую очередь разработать новые теоретические основы самой денежной теории с учетом трансформации механизма денежной эмиссии в современных условиях.

Литература и источники:

1. Мишкин, Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков : учебное пособие для вузов / Ф. Мишкин ; пер. с англ. Д. В. Виноградова под ред. М. Е. Дорошенко. – М. : Аспект Пресс, 1999. – 820 с.

2. Борисов, А. Большой экономический словарь / А. Борисов. – М. : Книжный мир, 2003. – 895с.

3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 г. и период 2014 – 2015 гг. [Электронный ресурс] – Сайт Банка России. –.– Режим доступа: http://www.cbr.ru

4. Моисеев, С. Р.Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38 – 51.

5. Дробышевский, С. М. Теоретические и методологические подходы к формированию денежно-кредитной политики в Российской Федерации [Электронный ресурс] : автореферат… д-ра экон. наук, 2011. –.– Режим доступа : http://vak2.ed.gov.ru

6. Митрохин, В. В. Инструменты поддержания устойчивого развития коммерческих банков / В. В. Митрохин, А. А. Лукшина // Бизнес.

Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса. – 2011. – №1 (14), – С. 38 – 45.

7. О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России) : Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. от 23.07.2013) [Электронный ресурс] // СПС «Консультант Плюс». – Режим доступа : http://www.consultant.ru

8. Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993) (с учетом поправок, внесенных Законами РФ о поправках к Конституции РФ от 30.12.2008 N 6-ФКЗ, от 30.12.2008 № 7-ФКЗ) [Электронный ресурс] // СПС «Консультант Плюс». –.– Режим доступа : http://www.consultant.ru

9. Рассчитано автором по данным официального сайта Банка России. –.– Режим доступа : http://www.cbr.ru