

Стратегические направления денежно-кредитного регулирования российской экономики



Андышин Сергей Анатольевич —

ведущий научный сотрудник Института экономики РАН,
доктор экономических наук, профессор.

Бурлачков Владимир Константинович —

доктор экономических наук, профессор кафедры международных финансов
МГИМО (У) МИД России.

УДК 336(470+571)

В статье рассмотрены стратегические направления развития денежно-кредитного регулирования российской экономики исходя из текущего состояния денежно-кредитной политики Банка России, парадоксов современной экономической теории, анализа новых мировых тенденций на рынке денег и капитала, а также приоритетных направлений развития финансового рынка России, его финансовой инфраструктуры, инструментов и продуктов.

Ключевые слова

Банк России, банковский сектор, валютный курс, механизм создания денег, финансовые посредники, процентная политика, финансовая безопасность, финансовый рынок.

В настоящее время российская денежно-кредитная система сталкивается с серьезными проблемами, сдерживающими развитие реального сектора экономики. К ним относятся неустойчивость курса национальной валюты, высокие темпы инфляции, значительное расхождение между банковскими процентными ставками и рентабельностью бизнес-структур, нехватка средне- и долгосрочных кредитных ресурсов, низкая капитализация посредников на финансовом рынке. Преодоление накопленных проблем предопределяет необходимость разработки и реализации стратегии денежно-кредитного регулирования, обеспечивающего устойчивое развитие российской экономики и эффективное функционирование ее финансового рынка.

В статье будут рассмотрены стратегические направления развития денежно-кредитного регулирования российской экономики исходя из текущего состояния денежно-кредитной политики Банка России, анализа новых мировых тенденций на рынке денег и капитала, а также приоритетных направлений развития финансового рынка России, его финансовой инфраструктуры, инструментов и продуктов.



Парадоксы современной экономической теории

Парадоксом общепринятых теоретических представлений о современной экономике, в частности теории общего равновесия (ТОР), является недопущение возможности кризисных явлений, в том числе в денежно-кредитной сфере. В макроэкономической теории кризис — это необъяснимый сбой в хозяйственных процессах. Проблема состоит в том, что теоретические построения предполагают равномерное, то есть одинаковое изменение всех экономических процессов. Вне анализа остаются такие наблюдаемые в денежно-кредитной системе явления, как потеря бизнес-структурами платежеспособности и ликвидности, порождающая неурегулированность расчетов и невозврат кредитов. Кроме того, в современной теории отсутствует анализ структурных элементов совокупного спроса и совокупного предложения. Но важно

учитывать, что совокупное предложение структурировано по срокам оплаты товаров (предоплата, оплата после получения товара, рассрочка платежа), а совокупный платежеспособный спрос обеспечивается наличием достаточного объема денежной ликвидности. Такая ликвидность создается как центральными, так и частными коммерческими банками. Поэтому денежная масса в современной экономике состоит из государственных денег центральных банков и частных денег коммерческих (инвестиционных) банков. Причем тенденции в их динамике могут не совпадать.

В условиях экономического подъема увеличение кредитных операций приводит к росту денежной ликвидности. Одновременно повышается задолженность домашних хозяйств и бизнес-структур. В этом случае наблюдается относительная стабилизация объема государственного долга. В условиях же кризиса объемы кредитования экономики снижаются, что приводит к сокращению денежной ликвидности и уменьшению задолженности домашних хозяйств и бизнес-структур. Но в этот же период резко возрастают бюджетные расходы на поддержку экономики, приводящие к росту государственного долга.

Из вышеизложенного следует, что в фазе экономического подъема в результате расширения кредитных операций банков темпы роста совокупного спроса намного превышают темпы роста совокупного предложения и, как следствие, в экономике наблюдается увеличение совокупной задолженности домашних хозяйств и бизнес-структур, поэтому в такой ситуации неизбежно ускоряется ценовая динамика.

И, наоборот, в фазе рецессии (кризиса) наблюдается противоположная динамика, а именно темпы падения совокупного спроса вследствие уменьшения кредитования домашних хозяйств и бизнес-структур сильно превышают темпы падения совокупного предложения. При такой макроэкономической динамике в бизнес-структурах наблюдается заметный рост складских запасов и падение реальных инвестиций.

Одной из важнейших концепций современной экономики является доктрина взаимосвязи риска и доходности, известная как дилемма «риск — доходность». В ее рамках предполагается, что увеличение рискованности осуществляемых финансовых операций, например инвестиций в ценные бумаги с волатильным курсом, приводит к дополнительной прибыли, называемой премией за риск. Разумеется, риск не создает добавленной стоимости, так как получение дополнительной прибыли может быть связано только с уровнем рентабельности конкрет-

ной сферы предпринимательской деятельности. Вместе с тем направленность биржевых сделок позволяет полагать, что в современной экономике действует механизм принудительной реализации риска. Например, конъюнктурное увеличение складских запасов крупной компании

Инфляция, устанавливаемая Банком России, не вытекает из экономической системы и параметров ее развития. Целевой уровень инфляции выводится регулятором из экономико-математических моделей, в которые не включены показатели денежной и товарной масс.

или случайная отсрочка проведения платежей поставщикам могут быть использованы биржевыми игроками для открытия на бирже по акциям компании коротких позиций. Это способно привести к изменению условий кредитования компании и резко снизить ее капитализацию за счет одного лишь принудительного закрытия коротких позиций по ее акциям или облигациям. Так работает биржевой механизм принудительной реализации риска, результатом действия которого являются макроэкономическая нестабильность, девальвация национальной валюты и экономические (финансовые) кризисы.

Еще один важный аспект концептуальных основ денежно-кредитного регулирования — учет реакции участников рынков на меры государственного регулирования. Общей тенденцией является приспособление рыночных игроков к таким мерам и, соответственно, снижение эффективности устанавливаемых ограничений. В частности, введение для коммерческих банков базельских стандартов (нормативов) привело к стремительной секьюритизации банковских активов. На регламентацию биржевых правил участники рынка ответили проведением операций в рамках закрытых сообществ крупных рыночных игроков — «черных пулов», позволивших увеличить объемы кредитования сверх действующих нормативных значений.

Преодоление этих и других общепринятых теоретических парадоксов в современной экономике позволит провести существенную модернизацию денежно-кредитной сферы России за счет реформирования: ценовой стабильности, процентной политики, курсовой политики, финансовой стабильности, денежного предложения, региональной политики и финансовой безопасности.

Ценовая стабильность

Обеспечение ценовой динамики, состоящей в снижении инфляции до 3–4% в год, увеличит реальные доходы домашних хозяйств, интенсифицирует процесс формирования сбережений в национальной валюте, повысит эффективность инвестиционных проектов, улучшит качество прогнозирования бизнес-процессов. Снижение темпов инфляционного процесса должно обеспечиваться оптимизацией денежного предложения и созданием условий для конкуренции товаропроизводителей. В условиях макроэкономической нестабильности и неразвитости институтов и инструментов финансового рынка Банку России следует отказаться от политики инфляционного таргетирования как теоретически необоснованного подхода к воздействию на процесс ценообразования в экономике.

В концепции таргетирования инфляции предполагается, что инфляция является экзоген-

ным показателем. Это означает, что инфляция, устанавливаемая Банком России, не вытекает из экономической системы и параметров ее развития. Целевой уровень инфляции выводится регулятором из экономико-математических моделей, в которые не включены показатели денежной и товарной масс. Очевидно, что при отсутствии этих двух индикаторов определение целевого уровня инфляции в рамках весьма волатильной ценовой динамики становится просто фикцией. В этом случае возникают большие сомнения в способности Центрального банка довести уровень инфляции до 4% в 2017 г.

Режим таргетирования инфляции в условиях макроэкономической и финансовой нестабильности ошибочно трактовать как «естественный выбор режима денежно-кредитной политики в непростое время». Прошедший и начало текущего года показали, что это уже далеко не естественный, а скорее абсурдный выбор. Банк России по-прежнему не учитывает, что режим таргетирования инфляции может быть значимым источником макроэкономической и финансовой нестабильности, особенно в кризисных услови-



ях [1] и (или) способен замедлять посткризисное восстановление экономики [2]. Так, например, если инфляция, измеряемая ИПЦ¹, не обеспечивает соответствующей ценовой динамики в экономике, то Центральный банк должен повысить процентную ставку, то есть снизить совокупный платежеспособный спрос за счет удорожания кредитных ресурсов. Однако рост процента предопределяет приток в страну краткосрочного спекулятивного капитала. Это вызовет рост курса национальной валюты и негативно повлияет на экспорт. Но этот эффект будет минимизирован при использовании режима свободно плавающего обменного курса.

Валютный курс

С ноября 2014 г. режим свободного курсообразования стал, по мнению Банка России, «встроенным стабилизатором», способным автоматически поглощать негативные внешние шоки в национальной экономике. Но оказалось, что при выборе данного режима Банк России не учел две особенности российской экономики: наличие высокой доли импорта на национальном рынке и сильную зависимость валютного курса от динамики мировых цен на нефть. Эти особенно-

сти предопределяют, во-первых, значительную волатильность валютного курса рубля; во-вторых, ее влияние на внутренние цены как индикатора инфляционных ожиданий. Сам факт усиления волатильности валютного курса рубля при отказе от его регулирования означал повышение валютных рисков для импортеров. Последние незамедлительно перенесли эти риски на конечных потребителей, повысив рублевые цены.

Достижение среднесрочной устойчивости валютного курса рубля и минимизация его краткосрочных колебаний как стратегическое направление денежно-кредитного регулирования может быть обеспечено, во-первых, повышением эффективности управления рублевой ликвидностью, то есть предложением рублей на денежном и валютном рынках; во-вторых, минимизацией влияния на курс рубля внешних факторов, прежде всего динамики мировой цены на нефть.

При внешних шоках, в частности падении мировой цены на нефть, начинается спекулятивное давление на рубль. Доходность таких операций приближается к верхней границе про-

центного коридора ($\pm 1\%$ от ключевой ставки) и превышает ее. Но если Центральный банк, продолжая поддерживать ставку в рамках заданного процентного коридора, предоставляет рынку дополнительную рублевую ликвидность, она оказывается на валютном рынке и усиливает падение национальной валюты. Когда ситуация фактически выходит из-под контроля, Центральный банк вынужден резко поднять процентную ставку. Спекулятивная активность снижается. Но при повышенной процентной ставке происходит дезорганизация процесса кредитования в национальной экономике.

Нейтрализация негативного внешнего воздействия на курс рубля и обеспечение его относительной среднесрочной стабильности связаны со структурной перестройкой отечественной экономики и созданием высокотехнологичных экспортных производств. Но конкретные меры для обеспечения такой стабильности касаются движения капитала в среднесрочном периоде. Проблема состоит в следующем. В условиях высокой мировой цены на нефть Банк России для недопущения резкого роста курса рубля скупает иностранную валюту и, соответственно, увеличивает рублевую ликвидность. Предположим, что приток иностранной валюты отсутствует, но Банк России увеличивает рублевую денежную массу. Если предложение рублей будет соответствовать спросу на них для развития национальной экономики, то такое увеличение рублевой массы будет нейтральным для системы цен. Но для курсовой динамики оно будет нейтральным лишь при двух условиях: (1) не наблюдается активного оттока капитала за рубеж; (2) нет значительных выплат по ранее привлеченным кредитам.

В настоящее время Банку России необходимо отойти от режима



свободного курсообразования и перейти к управляемому режиму обменного курса. Это позволит регулятору проводить более гибкую валютную политику, устанавливать желательный уровень номинального обменного курса, используя для его поддержки:

- современного механизма денежного предложения (развиваемого ведущими центральными банками после финансового кризиса 2008–2009 гг.);
- адекватного (желательного) размера золотовалютных резервов;
- валютных интервенций (которые должны носить предупредительный, а не авральный, как в России, характер);
- инструментов макроprudенциальной политики (регулирование лимитов чистых валютных позиций; более жесткие требования к кредитам, номинированным в иностранной валюте; повышенные нормативы к рискам инвалютной ликвидности; введение жестких лимитов на разрывы инвалютной ликвидности; запрет на выделение кредитов заемщикам, не получающим инвалютных доходов).

Процентные ставки

В сентябре 2013 г. Банк России объявил, что в рамках перехода к режиму полного таргетирования инфляции намерен реализовать комплекс мер по совершенствованию процентных инструментов денежно-кредитной политики. Таким образом появились ключевая ставка (определяемая путем унификации процентных ставок по операциям предоставления и поглощения ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя), фиксированный и симметричный коридор процентных ставок и система инструментов регулирования ликвидности банковского сектора.

Прошедшие три года показали, что ключевая процентная ставка (10,5% на 14 июня 2016 г.) не стала единственным и достаточ-

ным инструментом регулирования ценообразования на денежном рынке. Она не выступила и регулятором процентных ставок для заемщиков и вкладчиков, так как заметно отличалась от средневзвешенных ставок по кредитам и депозитам населения. Так, на июнь 2016 г. средневзвешенные ставки по депозитам нефинансовых организаций до года находились ниже нижней границы процентного коридора (9,5%) Банка России — 9,38%, а средневзвешенные долгосрочные ставки (свыше года), наоборот, выше этой границы — 9,85%; средневзвешенные ставки по кредитам нефинансовых организаций заметно превышали верхнюю границу процентного коридора (11,5%): до года — 12,71%, а свыше года — 13,67%. Аналогичная картина наблюдалась и по средневзвешенным процентным ставкам по базовым банковским продуктам для населения (ставки по депозитам были сильно ниже нижней границы процентного коридора: до года — 6,92%, свыше года — 8,66%; ставки по кредитам намного выше границы верхнего процентного коридора: до года — 21,88%, свыше

года — 17,41%) [3]. Расширение отклонений процентных ставок по банковским продуктам от задаваемого Банком России процентного коридора свидетельствует о неэффективности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. С таким выводом частично соглашается и сам Банк России, отмечая, что эффект от снижения ключевой ставки еще не проявился на кредитном рынке в полной мере [4].

Банку России следует отказаться от использования ключевой ставки процента как основного инструмента сдерживания роста цен в рамках политики инфляционного таргетирования, а также инструмента для противодействия спекуляциям на валютном рынке. Одновременно надо прекратить использование процентного коридора, так как он полностью дезорганизует процесс кредитования в экономике в условиях внезапной спекулятивной активности. Сначала Банк России продолжает удерживать процентную ставку в границах установленного коридора и увеличивает предоставление денежной ликвидности коммерческим банкам (в первую оче-



редь госбанкам). В конечном счете эти ресурсы оказываются на валютном рынке, приводя к стремительному падению обменного курса российской валюты. Так было в декабре 2014 г., в марте и августе 2015 г. и в январе 2016 г.

В условиях закрытия внешнего оптового и розничного фондирования для национальных компаний процентная политика Банка России должна учитывать не только тренд мировых процентных ставок (чтобы не допускать притока в страну краткосрочных спекулятивных капиталов, привлекаемых процентным дифференциалом), но и характер взаимодействия банковского сектора, с одной стороны, вкладчиков и заемщиков — с другой. Например, необходимо учитывать изменение взаимосвязей ставок на межбанковском рынке и по кредитам нефинансовому сектору и населению. Рентабельность нефинансовых организаций и банковская процентная ставка связаны через показатель чистой доходности предпринимательской деятельности, определяемый как разность между рентабельностью в реальном секторе и ставками по привлеченным кредитам. Если значение данного показателя положительное, то растут производительное использование кредитов и денежный мультипликатор. Наоборот, при отрицательном значении показателя деловая активность сокращается, хотя ставки межбанковских кредитов в сегменте рынка «овернайт» могут находиться в отрицательной области [5]. Поэтому поддержание кредитной ставки на уровне 50% от средней рентабельности в реальном секторе и обеспечение оптимальных соотношений между кратко-, средне- и долгосрочными процентными ставками должно стать ключевым индикатором процентной политики Банка России в среднесрочной перспективе.

Ликвидность финансового рынка

Поддержание ликвидности финансового рынка как стратегическое направление финансовой стабильности определяется, во-первых, значением финансового рынка в современной экономике; во-вторых, широкими возможностями Центрального банка по его поддержке в случае макроэкономической нестабильности.

Факт усиления волатильности валютного курса рубля при отказе от его регулирования означал повышение валютных рисков для импортеров. Последние незамедлительно перенесли эти риски на конечных потребителей, повысив рублевые цены.

Отличительными особенностями развития финансового рынка России являются существенное доминирование кредитных организаций и наличие высокой доли отдельных посредников. Так, доля банковских активов (по отношению к ВВП) к середине 2015 г. составляла 101,1%, в то время как доля активов, например, НПФ — только 6,5%, ПИФов — 3,5, лизинговых компаний — 3,0, страховых компаний — 2,2%. При этом практически во всех сегментах финансового рынка высока доля отдельных институтов: вес пяти крупнейших банков в совокупных активах всего банковского сектора — 53,6%; на 13,7% субъектов страхового дела приходится 80% совокупных активов всех страховых компаний; на 18 негосударственных пенсионных фондов (НПФ) — 80% совокупных активов данного сегмента; на 13,56% ПИФов — 80% совокупных активов; на 9% участников рынка ценных бумаг — 80% совокупных активов этого сегмента [6].

В рамках действующего мандата обеспечения финансовой ста-

бильности Центральный банк обязан предотвращать банкротства профессиональных участников финансового рынка в условиях внезапной угрозы маржин-колла, то есть когда финансовые посредники вынуждены осуществлять продажи своих ценных бумаг ввиду отсутствия у них дополнительного денежного обеспечения. Разрешение таких кризисных ситуаций предполагает доступ центральных контра-

гентов (расчетных палат бирж) к ликвидности, предоставляемой Центральным банком, а также развитие механизмов оптимизации и трансформации обеспечения, таких как, например, клиринговый сертификат участия [7].

В этом случае будет действовать механизм, способный оперативно предотвращать банкротства профессиональных участников фондового рынка и биржевую панику. Но возможность вмешательства Центрального банка формирует у биржевых игроков уверенность во внешней поддержке в кризисных ситуациях и тем самым стимулирует биржевые спекуляции. Поэтому возможность предоставления Центральным банком ликвидности финансовому рынку должна сочетаться с ограничениями спекулятивной активности, с установлением лимитов на сделки с леведржем. Такие были введены Банком России 25 января 2016 г. — максимальный объем заявки в адресном и безадресном режимах торгов репо с центральным контрагентом (5 млрд руб.

для операций с расчетами в рублях), 100 млн долл. (с расчетами в долларах) и 100 млн евро (с расчетами в евро) [8].

Денежное предложение

Обеспечение устойчивости денежного предложения предполагает стабильность механизма создания банковской системой денежной ликвидности, достаточной для проведения расчетов между хозяйствующими субъек-

товском рынках, контролируемых центральными банками, существенно изменили механизм создания денег в современной экономике. Поступление в коммерческий банк депозита (безналичных денег) более не является предпосылкой и основным условием действия денежного мультипликатора. Современный банк способен создавать новые деньги бухгалтерской проводкой по счетам выданных ссуд и средств клиентов.

В настоящее время Банку России необходимо отойти от режима свободного курсообразования и перейти к управляемому режиму обменного курса.

тами и осуществления кредитных операций. Функционирующий до недавнего времени традиционный денежный механизм состоял в формировании денежных агрегатов на основе резервов (денежной базы), создаваемых Центральным банком. Иными словами, имела место мультипликация денег. Получаемые одним коммерческим банком от другого коммерческого банка или от Центрального банка безналичные деньги (депозит) использовались для предоставления кредита. Если до кредитной операции количество безналичных денег в обращении (денежной массы) составляло $N + 1,0$ млн руб., а кредит выдавался на сумму 0,5 млн руб., то количество денег становилось равным $N + 1,0 + 0,5$. Дело в том, что деньги продолжали числиться на счете владельца, то есть существовали в виде цифровой записи, но в результате кредитной операции также числились и на счете получателя кредита [9].

Однако введение начиная с 1988 г. базельских нормативов для коммерческих банков, а также создание системы расчетов на денежном и межбан-

ковском рынках, контролируемых центральными банками, существенно изменили механизм создания денег в современной экономике. Поступление в коммерческий банк депозита (безналичных денег) более не является предпосылкой и основным условием действия денежного мультипликатора. Современный банк способен создавать новые деньги бухгалтерской проводкой по счетам выданных ссуд и средств клиентов.

Проблема у банка возникает лишь тогда, когда клиент, получивший кредит, дает поручение перевести деньги в другой банк. Для осуществления такого перевода коммерческий банк должен иметь средства на корреспондентском счете в Центральном банке. Деньги на корсчетах имеют важную особенность — они не мультиплицируются и могут быть созданы только Центральным банком. Для осуществления платежа их необходимо взять в кредит у Центрального банка. Следовательно, в современной экономике денежная масса помимо наличных и банковских депозитов начинает активно создаваться и регулироваться средствами на корреспондентских счетах коммерческих (инвестиционных) банков [10].

Подобная эволюция денежного механизма привела к утрате особого значения такого инструмента денежно-кредитной политики, как обязательные резервы коммерческих банков в Центральном банке. Создание современных денег стало больше определяться как базельскими стандартами (к капиталу, лик-

видности и обеспечению), так и предоставлением Центральным банком коммерческим банкам ликвидных средств, зачисляемых на их корсчета.

Стратегия обеспечения устойчивого денежного предложения в российской экономике должна строиться исходя из оптимизации необходимых средств на корсчетах коммерческих банков в Центральном банке, контроля за объемами секьюритизации банковских кредитов («плохих» долгов), дифференциации базельских нормативов, устанавливаемых регулятором для различных типов кредитных организаций.

Региональные особенности регулирования

Учет региональных различий формирования покупательной способности рубля и процентных ставок как стратегическое направление денежно-кредитного регулирования предопределяется спецификой денежных потоков в российской экономике. Эти потоки направлены из регионов в г. Москву как фактически единственный на территории страны финансовый центр. Такая направленность денежных потоков обусловлена объективными различиями в уровне цен в конкретных регионах вследствие расходов на транспортировку грузов. В результате ценовых различий существенно различается покупательная способность рубля на территории страны. Поэтому наблюдаются существенные региональные расхождения в реальных депозитных процентных ставках. Эти расхождения приводят к концентрации финансовых ресурсов в регионах с высокой покупательной способностью рубля.

В связи с этим нехватка ресурсов предопределяет неустойчивость и низкую прогнозируемость экономического роста в стране [11].

Активизация региональной составляющей ДКП Банка России, по нашему мнению, связана с принятием следующих мер:

- разработка и реализация программы поддержки региональных банков [12];
- дифференциация нормативов регулирования ликвидности региональных коммерческих банков [13];
- развитие региональных рынков облигаций;

При его использовании кассовые остатки дочерней структуры крупной корпорации, находящейся, например, в Японии, в самом конце рабочего дня переводятся дочерней структуре, расположенной в Германии. В конце рабочего дня в Германии кассовые остатки перечисляются в США, а затем опять оказываются в Японии. Тем самым минимизируется потребность международной корпорации

Объективные пределы глобализации определяются необходимостью поддержания в конкретных странах максимального уровня занятости как экономической и политической цели правительства. Но обеспечение занятости на уровне 94–95% от общей численности трудоспособного населения означает наличие местного производства широкого набора потребительских товаров и, соответственно, сдерживание импорта аналогичной продукции, в том числе с использованием нетарифных методов регулирования, включающих санитарные нормы.



- стимулирование развития региональных финансовых центров;
- поддержка интеграционных процессов на российском финансовом рынке.

Первые две из указанных выше мер имеют тактическое значение и позволяют в краткосрочной перспективе снизить отток финансовых ресурсов из регионов, тем самым увеличив их инвестиционный потенциал. Три следующие меры являются стратегическими. При этом особое значение имеет последняя из них, а именно поддержка интеграционных процессов на российском финансовом рынке. Наличие в России 11 часовых зон является важным конкурентным преимуществом ее финансовой системы. Появляется возможность широкого применения принципа управления финансами, который в мировой практике корпоративного управления получил название «движение денег за солнцем».

в краткосрочных денежных ресурсах. Использование такой схемы российскими банками и корпорациями позволит увеличить ресурсную обеспеченность регионов, сделает текущую цену денег в регионах практически одинаковой и создаст предпосылки для формирования интегрированной финансовой системы, ориентированной на модернизацию и экономический рост.

Финансовая безопасность

Финансовая безопасность национальной экономики и нейтрализация внешних угроз как стратегическое направление денежно-кредитного регулирования должны основываться на анализе таких особенностей и тенденций современной мировой экономики, как объективные пределы глобализации, избыточная денежная ликвидность в мировой экономике, манипулирование рынками, возможность финансовых войн.

Избыточная денежная ликвидность в мировой экономике есть следствие политики количественного смягчения, проводимой центральными банками ведущих стран. Наличие такой ликвидности предопределяет интенсификацию движения спекулятивного капитала и как следствие нестабильность валютных курсов.

Манипулирование рынками является результатом, с одной стороны, усиления спекулятивной активности, с другой — неэффективности государственного регулирования. Большую роль в произвольном изменении рыночных тенденций играют крупные финансовые компании и ведущие банки. Случаи манипулирования отмечались на мировом денежном рынке и рынке Форекс.

Возможность финансовых войн связана, во-первых, с обострением экономических противоречий в мировой финансовой системе; во-вторых, с возросшей взаимозависимостью национальных экономик. В этих условиях организация обвала на фондовом или валютном рынке конкретной страны становится не происками группы крупных спекулянтов, а стратегической операцией комитета начальников штабов. Для проведения такой операции достаточно не-

Наличие в России 11 часовых зон является важным конкурентным преимуществом ее финансовой системы. Появляется возможность широкого применения принципа управления финансами, который в мировой практике корпоративного управления получил название «движение денег за солнцем».

ожиданно завезти в страну определенный объем денежной ликвидности, а через краткосрочный период так же неожиданно вывезти.

Финансовая безопасность тоже основывается на совместных согласованных действиях Банка России и Минфина России. В частности, бюджетный дефицит и, соответственно, величина государственного долга должны учитываться Центральным банком при проведении политики процентной ставки. В свою очередь на оценку объема денежного предложения Центрального банка значительное влияние оказывают операции казначейства. Формирование Минфином в составе федерального бюджета Резервного фонда и Фонда национального благосостояния и размещение их в составе бюджетных ресурсов в Центральном банке, то есть в пассиве его баланса, означает автоматическое увеличение валютных резервов, учитываемых по активу баланса. Следовательно, использование средств указанных фондов для финансирования бюджетных расходов может означать снижение международных резервов. Однако Банк России способен предотвратить этот процесс, приобретя валюту у Минфина, то есть проведя, таким образом, эмиссию рублей.

Стратегия денежно-кредитного регулирования российской

экономики предполагает: во-первых, отход от действующих режимов таргетирования инфляции и свободного курсообразования рубля, отказа от использования ключевой ставки процента и процентного канала как основных инструментов денежно-кредитной политики; во-вторых, переход на управляемый режим обменного курса, использование расширенного механизма денежного предложения, регулирование ставок по кредитам на уровне 50% от средней рентабельности реального производства, выравнивание текущей цены денег во всех регионах, выдерживание оптимальных соотношений между кратко-, средне- и долгосрочными процентными ставками в среднесрочной перспективе и создание в стране интегрированной финансовой системы, ориентированной на модернизацию и экономический рост. ■

ПЭС 16057 / 06.04.2016

Примечание

1. Индекс потребительских цен (ИПЦ) — широко применяемый и признанный измеритель инфляции. Его значение рассчитывается на регулярной основе и обычно не пересматривается. Общий ИПЦ отражает стоимость корзины товаров потребления и услуг средней городской семьи и применяется как официальный показатель. Обычно при измерении инфляции по ИПЦ для промышленно развитых стран наблюдается ее завышение на 0,5–1 п. п. Этот факт объясняется следующим: индекс Ласпейре-

са учитывает изменение стоимости прежней потребительской корзины, не отражает качественные изменения, с отставанием включает в расчет новые товары, которые со временем замещают прежние. Некоторые специалисты ставят под сомнение правомерность использования ИПЦ при таргетировании инфляции, так как данный режим отражает только текущие цены и игнорирует будущее. Они считают, что в потребительской корзине следует учитывать и цены активов, которые содержат информацию о будущих ценах на товары и услуги.

Источники

1. Aydin B., Volkan E. Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks // IMF Working Paper. 2011. No. 224.

2. Frankel J. The Death of Inflation Targeting [Электронный ресурс] // voxEU. 2012. June 19. URL: <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting>.

3. Процентные ставки и структура кредитов и депозитов по срочности [Электронный ресурс] // Банк России. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtld=int_rat.

4. Доклад о денежно-кредитной политике // Банк России. 2015. № 3 (11). С. 24.

5. Андрияшин С. Аргументы в пользу управления обменным курсом рубля // Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 17.



6. Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов: Проект // Банк России. М., 2015. С. 16–25.

7. Обзор денежного рынка // Банк России. М., 2015. № 4. С. 23.

8. Московская биржа вводит валютное РЕПО с центральным контрагентом сроком на 7 дней // ТАСС. 2016. 22 января. URL: <http://tass.ru/ekonomika/2606748>.

9. Бурлачков В.К. Эволюция денежного механизма и эффективность политики Банка России // Экономист. 2015. № 5. С. 76–80.

10. Андрияшин С.А., Бурлачков В.К. Механизм денежного мультипликатора: мировая и российская практика // Банковское дело. 2015. № 12. С. 4–11.

11. Burlachov V. The Problem of Predictability of the Economic System: Theoretical Aspects [Электронный ресурс] // Social Sciences. 2011. No. 2. URL: <http://dlib.eastview.com/browse/doc24783355>.

12. Андрияшин С.А. Денежно-кредитная политика Банка России и экономический рост // Банковское дело. 2014. № 6. С. 18–24.

13. Андрияшин С.А., Бурлачков В.К., Кузнецова В.В. Денежно-кредитная политика Банка России в 2016–2018 гг. // Банковское дело. 2015. № 11. С. 4–11.



Strategic Directions of the Russian Economy Monetary Regulation

Andryushin Sergey Anatol'evich

Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences

Burlachkov Vladimir Konstantinovich

MGIMO (University), MFA of Russia

The article deals with strategic directions of development of the Russian economy monetary regulation based on the current state of the Bank of Russia monetary policy, paradoxes of modern economic theory, analysis of new global trends in the money and capital markets, as well as the priority areas of the Russian financial market development and its financial infrastructure, tools and products.

Keywords

The Bank of Russia, banking sector, exchange rate, mechanism of money creation, financial intermediaries, interest rate policy, financial security, financial market.

References

1. Aydin B., Volkan E. Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks. *IMF Working Paper*, 2011, no. 224.
2. Frankel J. The Death of Inflation Targeting. *VoxEU*, 2012, June 19, available at: <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting>.
3. Protsentnye stavki i struktura kreditov i depozitov po srochnosti [Interest Rates and Structure of Loans and Deposits by Maturity]. *Bank Rossii*, available at: http://www.cbr.ru/statistics/?PrTId=int_rat.
4. Doklad o denezhno-kreditnoy politike [Report on Monetary Policy]. *Bank Rossii*, 2015, no. 3 (11), p. 24.
5. Andryushin S. Argumenty v pol'zu upravleniya obmennym kursom rublya [Arguments in Favor of the Exchange Rate Control]. *Voprosy ekonomiki*, 2015, no. 12, p. 17.
6. Osnovnye napravleniya razvitiya i obespecheniya stabil'nosti funktsionirovaniya finansovogo rynka Rossiyskoy Federatsii na period 2016–2018 godov [The Main Directions of Development and Providing Stable Functioning of the Russian Federation Financial Market for the Period 2016–2018]. Proekt. *Bank Rossii*, Moscow, 2015, pp. 16–25.
7. Obzor denezhnogo rynka [The Money Market Overview]. *Bank Rossii*, Moscow, 2015, no. 4, p. 23.
8. Moskovskaya birzha vvodit valyutnoe REPO s tsentral'nym kontragentom srokom na 7 dney [Moscow Exchange Introduces Currency Repo with the Central Counterparty for a Period of 7 days]. TASS, 2016, 22 yanvarya, available at: <http://tass.ru/ekonomika/2606748>.
9. Burlachkov V.K. Evolyutsiya denezhnogo mekhanizma i effektivnost' politiki Banka Rossii [The Monetary Mechanism Evolution and Efficiency of the Bank of Russia Policy]. *Ekonomist*, 2015, no. 5, pp. 76–80.
10. Andryushin S.A., Burlachkov V.K. Mekhanizm denezhnogo mul'tiplikatora: mirovaya i rossiyskaya praktika [The Money Multiplier Mechanism: the World and Russian Practice]. *Bankovskoe delo*, 2015, no. 12, pp. 4–11.
11. Burlachov V. The Problem of Predictability of the Economic System: Theoretical Aspects. *Social Sciences*, 2011, no. 2, available at: <http://dlib.eastview.com/browse/doc24783355>.
12. Andryushin S.A. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii i ekonomicheskiy rost [Monetary Policy of the Bank of Russia and Economic Growth]. *Bankovskoe delo*, 2014, no. 6, pp. 18–24.
13. Andryushin S.A., Burlachkov V.K., Kuznetsova V.V. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii v 2016–2018 gg. [Monetary Policy of the Bank of Russia in 2016–2018]. *Bankovskoe delo*, 2015, no. 11, pp. 4–11.