

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Оренбургский государственный университет»

**И.П. Крымова, С.П. Дядичко**

# **ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК И ПРОВЕДЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ**

Учебное пособие

Рекомендовано учёным советом федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Оренбургский государственный университет» для обучающихся по образовательной программе высшего образования по направлению подготовки 38.04.08 Финансы и кредит

Оренбург  
2019

УДК 338.246.2:336.77(075.8)  
ББК 65.262.100-18я73  
К 85

Рецензент – кандидат экономических наук, доцент Т.Н. Зверькова

**Крымова, И.П.**  
К85      **Центральный банк и проведение монетарной политики: учебное пособие / И.П. Крымова, С.П. Дядичко; Оренбургский гос. ун-т. – Оренбург: ОГУ, 2019.**

В учебном пособии рассмотрены теоретические вопросы дисциплины по проведению ЦБ монетарной политики и её практические моменты. Предложен перечень вопросов для размышления и вопросов по темам дисциплины для самоконтроля обучающихся, а также список рекомендуемой литературы по темам и глоссарий.

Учебное пособие предназначено для студентов, обучающихся по образовательной программе высшего образования по направлению подготовки 38.04.08 Финансы и кредит, профилю «Банковский менеджмент», а также может использоваться аспирантами и преподавателями экономических вузов.

УДК 338.246.2:336.77(075.8)  
ББК 65.262.100-18я73

© Крымова И.П.,  
Дядичко С.П., 2019  
© ОГУ, 2019

## Содержание

Введение .....	4
1 Теоретическая часть .....	6
1.1 Монетарная политика: цели и средства.....	6
1.1.2 Промежуточные цели, критерии выбора.....	15
1.1.3 Операционные цели, критерии выбора .....	24
1.1.4 Вопросы для самоконтроля.....	32
1.1.5 Литература, рекомендуемая для изучения темы .....	33
1.2 Инструменты монетарной политики .....	34
1.2.1 Экономические основы монетарной политики .....	34
1.2.2 Организационные основы монетарной политики .....	41
1.2.3 История зарождения инструментов монетарной политики .....	48
1.2.4 Инструменты монетарной политики, используемые Банком России .....	65
1.2.5 Инструменты монетарной политики, используемые в западных странах .....	90
1.2.7 Литература, рекомендуемая для изучения темы .....	96
1.3 Международные финансы и монетарная политика.....	98
1.3.1 Экономические основы функционирования международных финансов	98
1.3.2 Современная стратегия монетарной политики (номинальный якорь)..	113
1.3.3 Вопросы для самоконтроля.....	120
1.3.4 Литература, рекомендуемая для изучения темы .....	121
Глоссарий .....	122
Список использованных источников .....	140

## Введение

Учебное пособие по дисциплине «Центральный банк и проведение монетарной политики» имеет теоретическую и практическую направленность, даёт возможность получить профессиональные знания в области монетарной политики, призвано обучить будущих магистрантов вопросам разработки и реализации монетарной политики.

Данное пособие написано в соответствии с требованиями Федерального государственного образовательного стандарта высшего образования (уровень высшего образования - магистратура) направление подготовки 38.04.08 Финансы и кредит.

Учебное пособие построено таким образом, чтобы обучающийся мог изучить специфику разработки и реализации монетарной политики в различных национальных экономиках стран мира. Кроме изложения ключевых тем дисциплины, учебное пособие содержит перечень вопросов для самоконтроля и вопросы для размышления, а также список литературы, рекомендуемой для изучения каждой отдельно взятой темы.

Список литературы, приведенный в учебном пособии, а также глоссарий могут быть использованы студентом для глубокого и самостоятельного изучения дисциплины «Центральный банк и проведение монетарной политики».

Изложенный в учебном пособии материал позволит магистрантам наглядно и доступно изучить монетарную политику и роль Центрального банка в этом процессе.

После обучения с использованием предлагаемых материалов магистрант сможет освоить предлагаемые в рабочей программе компетенции должен будет:

**знать:**

- как оценивать и интерпретировать монетарную политику иностранных государств;

- различные подходы к решению монетарных проблем современной экономики;

- каким образом действия Центрального банка при реализации монетарной политики влияют на экономические решения различных участников экономики;

**уметь:**

- систематизировать монетарные проблемы в современной экономике;

- самостоятельно строить теоретические модели монетарных процессов;

- оценивать возможные реакции экономических агентов на происходящие события в монетарной сфере;

**владеть:**

- навыками поиска релевантной информации по любым вопросам монетарной политики;

- навыками анализа и прогноза динамики ключевых монетарных показателей разнообразных стран мира;

- методами анализа в области монетарной политики.

Авторы полагают, что предложенное учебное пособие будет полезным и для широкого круга специалистов-практиков, работающих в сфере банковского бизнеса.

**Авторы учебного пособия:**

**Крымова И.П.** к.э.н., доцент кафедры банковского дела и страхования Оренбургского государственного университета

**Дядичко С.П.** к.э.н., доцент кафедры банковского дела и страхования Оренбургского государственного университета

# 1 Теоретическая часть

## 1.1 Монетарная политика: цели и средства

*В результате изучения данного раздела магистрант должен:*

**знать:** особенности разных школ в монетарной теории;

**уметь:** анализировать адекватность монетарных рекомендаций в классической и монетарной версиях;

**владеть навыками:** навыками поиска релевантной информации по любым вопросам монетарной политики; исследования динамики монетарных процессов.

**Вопрос для размышления:** Деньги – слишком сложное явление, чтобы отдавать на откуп экономистам – считают одни. Деньги – слишком простое явление, чтобы отдавать на откуп экономистам – считают другие. Кто прав? Являются ли эти точки зрения проявлением тех же самых проблем, которые лежат в основе разногласий в монетарной экономической теории?

### 1.1.1 Стратегические цели монетарной политики

Современная монетарная экономика и монетарная теория представляет собой целый спектр различных в качественном и количественном отношении точек зрения на денежную реальность и на монетарную политику Центрального банка. Существуют разные позиции по тому или иному аспекту монетарной политики, но ключевыми из них являются классический и кейнсианский подходы.

В основу классического подхода положена точка зрения о том, что цены и заработная плата предполагают совершенную гибкость.

Деньги являются нейтральными, поскольку рынок труда и продуктовые рынки быстро приспособливаются к колебаниям денежной массы. Реальные переменные (инвестиционные решения и выпуск) детерминируются

исключительно реальными факторами экономики. Все рынки находятся в равновесии и быстро к нему возвращаются в случае действия внешних шоков. Американский экономист Милтон Фридман считал, что наилучшая монетарная политика должна придерживаться правила постоянства денежной массы:

$$m = \text{const}; m > 0 \quad (1)$$

Монетарная политика действительно оказывает значительное влияние на экономику. Однако это влияние не всегда оказывается адекватным. Рассмотрим пример: пусть в I период мы наблюдаем в стране перегрев экономической конъюнктуры, и монетарные власти, естественно, хотят предотвратить надувание финансового пузыря путем сдерживающей монетарной политики.

Однако для того, чтобы принять необходимые меры для стабилизации ситуации, требуется достаточное обоснование, а именно сбор данных и наблюдение за экономическими параметрами. Все это в действительности занимает определенное время. Экономика уже переходит в другой – II-й период. Анализ полученных данных, их детальное исследование и принятие соответствующих экономической ситуации адекватных монетарных решений происходит в следующем периоде – III-м, а реальное воздействие денежной массы и других макроэкономических параметров, находящихся в сфере полномочий монетарных властей, на экономику произойдет уже в IV-м периоде, когда, по сути, экономика сама по себе начинает восстанавливаться, происходит самолечение экономики. В этот период сдерживающие меры монетарных властей, которые были подобраны и начали реализовываться на практике, могут привести в итоге к дестабилизации выпуска, ужесточив кризис, либо препятствуя новому оживлению и подъему. Более наглядно выше описанные периоды представим схематично на рисунке 1.

Таким образом, из-за наличия многочисленных лагов активная (активистская) монетарная политика, вместо того, чтобы активизировать выпуск, будет способствовать дестабилизации экономики и повышению её волатильности. Смягчить негативные последствия монетарной политики возможно только в том случае, если придерживаться стабильного и

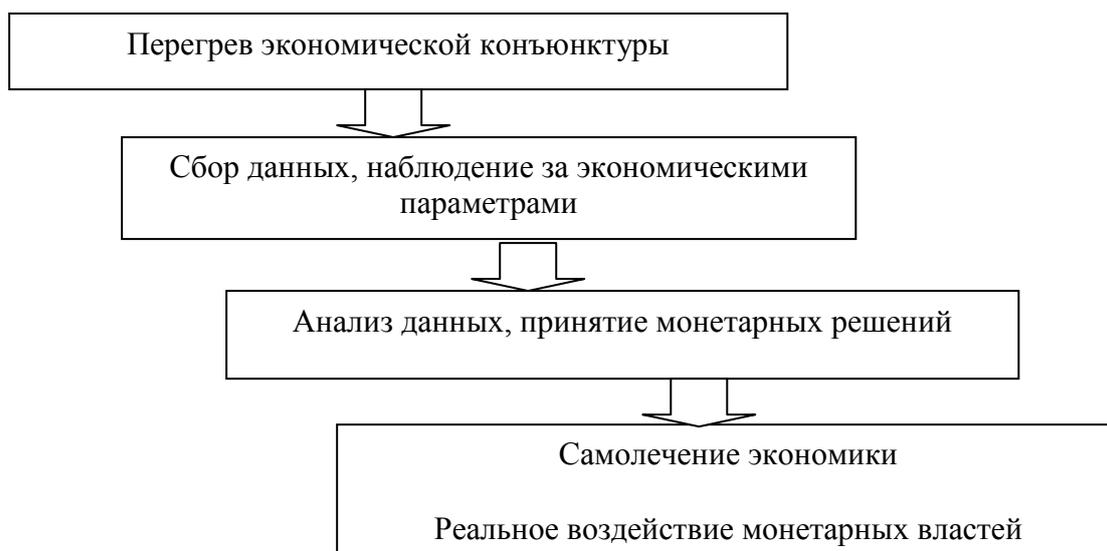


Рисунок 1 – Влияние монетарной политики на экономику

долгосрочного монетарного правила, ясно и четко понимаемого всеми участниками экономического процесса [2].

Поэтому были активизированы научные исследования и дискуссии о необходимости, границах и результативности монетарной политики, ключевыми из которых, как было обозначено выше, стали классическое и кейнсианское направления.

Фундаментальное расхождение между классической школой и сторонниками Кейнса заключается в отношении к динамике цен и заработной платы. В отличие от классиков кейнсианское направление считало, что экономика подвержена базовой негибкости, цены и заработная плата являются жёсткими, изменяются медленно и не всегда адекватны монетарным корректировкам. Номинальная ценовая негибкость объясняется несколькими причинами в рамках кейнсианской концепции.

Аргумент Стенли Фишера следующий: «Цены являются жесткими из-за прошлых инфляционных ожиданий; ценовые контракты не могут изменяться непрерывно и без издержек. Поскольку в контрактах фиксируются ценовые параметры, связанные с прошлыми инфляционными ожиданиями, а процедура изменения контракта носит затратный характер, контракты, как правило, носят

длительный характер. В период действия контракта цены не могут быть гибкими».

Джон Тейлор выдвигал такой аргумент что, если контракты носят краткосрочный характер, они не заключаются одновременно во всех отраслях и сферах деятельности экономики. Разные контракты пересматриваются в разные периоды времени, заработная плата в различных отраслях изменяется неравномерно и неодновременно. Поэтому в каждый момент времени ценовые показатели по большей части не являются гибкими. Жесткость заработной плате придают и коллективные контракты: в современных развитых экономиках во многих, если и не во всех, контракты по оплате труда заключаются не индивидуальными работниками, а профсоюзами, в интересах которых продлевать, а не укорачивать период действия трудового договора.

В общем, и классические и кейнсианские модели относятся к разряду статических моделей. Но, в современной экономике существуют и динамические модели, которые описывают экономику в развитии. Для того, чтобы модель стала динамической требуется, чтобы хотя бы одна из её переменных изменялась во времени, или, чтобы она относилась к совершенно другому периоду времени, чем все прочие переменные. Если статические модели характеризуют положение экономической системы в какой-либо момент времени, то динамические модели показывают траекторию движения всей системы. Задача исследователя в данном случае – выбрать оптимальный путь, который и ляжет в основу эффективной монетарной политики [19].

### **Вопрос для размышления:**

В какой школе - классической или кейнсианской – нейтральность и супер нейтральность денег проявляется в большей степени, если принять во внимание все корректирующие факторы?

Но, несмотря на разнообразие подходов к монетарной политике, их объединяет то, что монетарная политика выступает в качестве основной

стратегии, с помощью которой государство управляет всей кредитно-банковской системой, составом, структурой и динамикой денежной массы, процессами инфляции, золотовалютными резервами и объемами инвестиций.

Монетарная политика, регламентируя функционирование денежно-кредитной системы страны, направлена на регулирование хозяйственной конъюнктуры и достижение стратегических целей экономического развития государства, улучшение благосостояния его населения.

При осуществлении современной монетарной политики будет целесообразным выделить два ее направления:

- поддержание и регулирование устойчивости денежно-кредитной и валютной сфер;
- использование данных сфер в качестве инструментов воздействия на экономику и ее отдельные отрасли.

Мероприятия по проведению монетарной политики государством в целом направлены на создание макроэкономического равновесия на товарном и денежном рынках, равновесия между объемом спроса и предложения денег, кредита, обеспечению баланса между экспортом и импортом.

Успешная реализация возможна лишь при условии ее согласования с другими направлениями социально-экономического развития страны, обеспечением экономической безопасности и интересов страны в системе международных связей, что, в общем, позволит обеспечить ее долгосрочную финансовую стабильность.

Монетарная политика оказывает воздействие не только на предложение денег и процентные ставки, но и на общий уровень экономического развития, т.е. на благосостояние каждого жителя страны.

Но сама по себе монетарная политика достаточно многогранна, поэтому правомочно ее рассматривать в широком и узком смысле.

Под монетарной политикой (в широком смысле слова) понимается деятельность государства в валютной и денежно-кредитной сферах, направленная на реализацию его интересов в отношениях с другими

государствами, наднациональными и субнациональными государственными и муниципальными образованиями, юридическими и физическими лицами [1].

Достижение макроэкономического равновесия при оптимальных для данной страны темпах экономического роста выступает в качестве цели государственного регулирования экономики.

Монетарная политика (в узком смысле слова) представляет собой комбинацию целей и средств (инструментов), с помощью которых её носитель (Центральный банк страны) посредством регулирования предложения денег, а также (косвенно) спроса на деньги и кредит стремится достигнуть целей общеэкономической политики [19].

Монетарная политика не идеальна и обладает определенными преимуществами и недостатками.

К преимуществам монетарной политики могут быть отнесены:

1 отсутствие внутреннего лага;

Внутренний лаг представляет собой период времени между моментом осознания экономической ситуации в стране и моментом принятия мер по ее улучшению. Решение о покупке или продаже государственных ценных бумаг Центральным банком принимается быстро, а поскольку эти бумаги в развитых странах высоколиквидны, высоконадежны и безрисковы, то проблем с их продажей населению и банкам не возникает.

2 отсутствие эффекта вытеснения;

В отличие от стимулирующей фискальной политики стимулирующая монетарная политика (рост предложения денег) обуславливает снижение ставки процента, что ведет не к вытеснению, а к стимулированию инвестиций и других чувствительных к изменению ставки процента автономных расходов и к мультипликативному росту выпуска.

3 эффект мультипликатора;

Монетарная политика, как и фискальная политика, имеет мультипликативный эффект воздействия на экономику, причем действуют не один, а два мультипликатора. Банковский мультипликатор обеспечивает

процесс депозитного расширения, т.е. мультипликативное увеличение денежной массы, а рост автономных расходов в результате снижения ставки процента в условиях роста предложения денег мультипликативно (с эффектом мультипликатора автономных расходов) увеличивает величину совокупного выпуска.

К недостаткам монетарной политики мы отнесем:

1 возможность инфляции;

Стимулирующая монетарная политика, т.е. рост предложения денег, ведет к инфляции даже в краткосрочном, а тем более в долгосрочном периоде. Поэтому представители кейнсианского направления утверждают, что монетарная политика может использоваться лишь при перегреве (инфляционном разрыве) экономики, т.е. рассматривают возможность проведения только сдерживающей монетарной политики, а при рецессии, по их мнению, должна использоваться стимулирующая фискальная, а не монетарная политика.

2 наличие внешнего лага в связи со сложностью и возможными сбоями в механизме денежной трансмиссии;

Внешний лаг представляет собой период времени от момента принятия мер по стабилизации экономики (принятия решения Центральным банком по изменению величины предложения денег) до момента появления результата их воздействия на экономику (который выражается в изменении величины выпуска). Покупка и продажа Центральным банком государственных ценных бумаг осуществляется быстро, т.е. быстро изменяются кредитные возможности коммерческих банков [11].

Монетарная политика, как и любая другая экономическая политика, включает в себя определение целей, а также и выбор средств для их достижения. Все это осуществляется в зависимости от системы интересов участников политической системы (в том числе и геополитической).

Общеизвестно, что монетарная политика наряду с бюджетно-фискальной политикой является составной частью экономической политики государства.

Главными же стратегическими целями экономической политики государства чаще всего выступают: повышение благосостояния населения и обеспечение максимальной занятости. Исходя из этой долгосрочной стратегии, в качестве основных ориентиров макроэкономической политики Правительства обычно определяются: обеспечение роста ВВП и снижение инфляции. Но реальная макроэкономическая ситуация может вносить и свои определённые коррективы. Поэтому основной целью государственного регулирования экономики является достижение макроэкономического равновесия при оптимальных для данной страны темпах экономического роста.

А сама эффективность государственного управления строится в итоге на двух основах:

- на функциональной эффективности, реализуемой через целеполагание;
- на операционной эффективности, связанной с деятельностью государства по реализации задач.

Однако же стратегическая цель экономической политики государства достигается с помощью большого разнообразия политик, а также и мероприятий в рамках монетарной политики. Данные мероприятия, в свою очередь, имеют определенную специфику и осуществляются довольно медленно. Исходным пунктом процесса формирования и реализации государственной монетарной политики является деятельность, связанная с определением системы её целей [7].

Правительство не только обеспечивает проведение единой монетарной политики, но и осуществляет многие функции монетарного регулирования, а также функции регулирования рынка ценных бумаг и государственного долга, состояние которых во многом определяет развитие денежно-кредитных и валютных отношений.

В связи с этим является правомочным вести речь о стратегии монетарной политики, которая представляет собой некую иерархию целей: конечных (стратегических), промежуточных и операционные (инструментальных).

Иерархия целей монетарной политики (hierarchy of targets of monetary policy) представляет собой теоретико-графовую модель, используемую для декомпозиционного анализа возможности достижения конечных (стратегических) целей денежных властей. Анализ иерархии целей монетарной политики может осуществляться в разных ракурсах, таких как выявление условий, которые необходимы и достаточны для достижения цели, или выявления набора средств (инструментов) и их оптимального сочетания для их достижения [19].

Конечные цели монетарной политики – это глобальные макроэкономические цели, которые являются постоянными для всех стран с рыночной экономикой.

Первоначально к стратегическим целям экономисты относили следующие:

- высокий уровень занятости;
- экономический рост;
- стабильность цен;
- стабильность процентных ставок;
- стабильность финансовых рынков;
- стабильность валютных рынков.

Но, со временем две из них, а именно: стабильность процентных ставок и стабильность валютных рынков стали менее значимыми. И теперь экономисты в качестве стратегических целей монетарной политики выделяют лишь оставшиеся четыре.

Стратегические цели по своей сути являются достаточно долгосрочными, так как их достижение – это длительный процесс, рассчитанный на годы. Поэтому Центральные банки в своей деятельности действуют опосредованно, а именно через постановку промежуточных – среднесрочных целей.

## 1.1.2 Промежуточные цели, критерии выбора

Промежуточная цель (intermediate target) монетарной политики, или целевой ориентир (monetary policy target), представляет собой фиксированный количественный показатель, к достижению которого должна стремиться монетарная политика путем выбора значений в иерархии целей и определения соответствующих им инструментальных переменных (инструментов монетарной политики). Их характеризует конкретное количественное значение целевых ориентиров. Как правило, в конце XX столетия (до 1970-х годов) Центральные банки публично не заявляли о целях монетарной политики (превалировали скрытые цели). Обнародование целей монетарной политики через СМИ и публичные заявления, объяснение целей общественности улучшают осведомленность и понимание рынком монетарной политики. Поэтому в XXI веке Центральные банки полностью перестроили свою деятельность, активизируя информационную политику через проведение вербальных интервенций, что определенно положительно повлияло на их монетарную политику.

Это связано с тем, что раскрытие целей помогает рынку составить представления о том, чего ожидать от Центрального банка в среднесрочной перспективе, а также существует и возможность оценки результатов его деятельности.

В большинстве стран цели Центрального банка раскрываются в его годовом отчете. Кроме того, власти дают пояснения в периодически выпускаемых отчетах, официальных публикациях, докладах о монетарной политике и выступлениях, пресс-конференциях руководства.

Промежуточные цели монетарной политики по своей сути являются среднесрочными, более конкретными и доступными целями. Они ставятся Центральным банком при реализации среднесрочной монетарной политики.

При разработке стратегии монетарной политики необходимость постановки промежуточных целей объясняется также следующими обстоятельствами:

- конечные цели рассчитаны на перспективу и практически не измеримы и не определены в своём достижении;
- на передачу импульсов монетарной политики к её конечным целям требуется время, что затрудняет оценку эффективности монетарной политики по её конечным результатам (целям).

По мнению С.Р. Моисеева объявленная цель монетарной политики становится её номинальным якорем. Под номинальным якорем монетарной политики (*nominal anchor of monetary policy*) он понимает публично объявленную номинальную переменную, играющую роль цели политики Центрального банка в среднесрочной перспективе, за которую банк несет ответственность. Более детальное экономическое обоснование «номинального якоря» будет представлено в третьем разделе учебного пособия. А в общем смысле номинальный якорь монетарной политики является своеобразным ограничителем стоимости внутренних денег. Считается, что на практике он призван выполнять две функции:

- способствовать поддержанию ценовой стабильности, поскольку благодаря ней, закрепляются рыночные ожидания (прежде всего инфляционные ожидания);
- обеспечивать дисциплину монетарной политики, в результате чего исчезает так называемая «проблема временной несогласованности». Эта проблема возникает в связи с тем, что денежные власти склонны отдавать предпочтение краткосрочным задачам в экономике и игнорируют более важные долгосрочные цели [13].

Исходя из монетарной практики, номинальный якорь был представлен тремя видами:

- денежным (роль якоря играл один из агрегатов денежного предложения);

- валютным (в качестве якоря выступал обменный курс национальной валюты);

- инфляционным (в качестве якоря был определен целевой ориентир инфляции).

В результате применения номинального якоря в практике монетарного регулирования было выявлено, что страны с количественно заданным номинальным якорем имели более низкую инфляцию и менее волатильный экономический рост в сравнении со странами без заявленного якоря.

В последнее время Центральные банки многих государств в большей степени выказывают предпочтение инфляционному якорю.

Многие экономисты придерживаются следующего мнения о промежуточных целях, что они обладают некоторым многообразием.

Фредерик Мишкин выделил среди наиболее значимых промежуточных целей (количественных ориентиров) монетарной политики следующие:

- денежные агрегаты (M1, M2, M3);
- процентные ставки (кратко- или долгосрочные) [12].

В монетарной политике преследование цели носит название «таргетирование» (таргетинг или целеполагание, от англ. *targeting*). Алгоритм таргетирования включает в себя три составляющие:

- публичное объявление цели;
- применение инструментария монетарной политики;
- ответственность за результаты.

Исходя из современных тенденций, часто в качестве промежуточной цели монетарной политики выступает тот или иной режим таргетирования. В зависимости от того, таргетирование какой номинальной переменной осуществляется, монетарная политика проводится в одном из возможных режимов. В современной экономике были использованы пять видов таргетирования:

- таргетирование процентных ставок;
- денежное таргетирование;

- таргетирование валютного курса;
- инфляционное таргетирование;
- таргетирование номинального ВВП.

Под таргетированием также понимается применение инструментов экономической политики для достижения количественных ориентиров целевой переменной, входящей в сферу ответственности органов монетарного регулирования. Поэтому модели монетарного регулирования, которые ассоциируются с видами таргетирования, являются наиболее значимыми компонентами в монетарной политике любого Центрального банка.

По большей части Центральный банк при выборе промежуточной цели должен руководствоваться следующими ключевыми моментами:

- во-первых, промежуточная цель должна обеспечивать адекватное управление со стороны Центрального банка через применение инструментов монетарного регулирования, которые есть в его распоряжении;
- во-вторых, промежуточная цель должна иметь стойкую и прогнозируемую связь с конечной целью монетарной политики [11].

Но в ходе изучения режимов таргетирования возникают две трудности, а именно:

- сложность в классификации режимов таргетирования;
- наличие проблемы эндогенности.

Первая трудность связана с тем, что фактическая политика, проводимая Центральным банком, может отличаться от официально заявленной политики. Причинами расхождений могут быть опасения дестабилизации или неспособность (либо нежелание) властей следовать в русле декларированной политики. К примеру, де-юре страна придерживается плавающего валютного курса, однако де-факто Центральный банк удерживает курс в негласном диапазоне, опасаясь его дестабилизирующих колебаний, или Центральный банк публично декларирует, что проводит таргетирование денежного предложения, а на практике таргетирует инфляцию. Определение целей монетарной политики представлено на рисунке 2.



Рисунок 2 – Определение целей монетарной политики

Эндогенная проблема возникает в связи с тем, что между режимом монетарной политики и его макроэкономическими результатами существует взаимосвязь. В частности, важно, что выступает первопричиной: плавающий валютный курс обуславливает низкую инфляцию или ценовая стабильность позволяет успешно сохранять плавающий курс? Переход на таргетирование инфляции стал возможен благодаря ценовой стабильности, или же таргетирование инфляции способствовало снижению цен? Режим монетарной политики и экономическая среда обладают взаимным влиянием, что затрудняет оценку эффективности деятельности Центрального банка [13].

Политика Центрального банка также определяется ограничениями, накладываемыми традицией, институтами и возможностями влияния на макроэкономические переменные. Режимы монетарной политики можно разбить, исходя из двух классификационных признаков: характер номинального якоря (публично объявленная номинальная переменная,

играющая роль промежуточной цели политики) и его ясность (степень транспарентности цели и ответственности по обязательствам денежных властей). Исходя из классификационных признаков, выделяются следующие классы режимов:

- отсутствие монетарной автономии (невозможность эмиссии независимой валюты);
- фиксация валютного курса (различные варианты фиксации, включая валютные коридоры и «ползущую» привязку);
- полнофункциональное таргетирование инфляции (четкое институциональное обязательство по достижению ориентира инфляции);
- неявный якорь ценовой стабильности (относительно неясное обязательство по поддержанию стабильных цен);
- облегченное таргетирование инфляции (помимо инфляции, целями политики выступают валютный курс, денежные агрегаты и др.);
- слабый номинальный якорь (экономика находится в условиях «свободного падения», инфляция превышает 40%, что не позволяет определить якорь);
- денежный якорь (номинальным якорем служит денежный агрегат).

Помимо прочего, сам выбор промежуточной цели определяется во многом степенью либерализации экономики, степенью независимости Центрального банка от действий Правительства, а также стоящими перед ним задачами и его функциями в экономике. В международной практике наибольшее распространение получило несколько вариантов таргетирования:

- таргетирование валютного курса – промежуточной целью является обменный курс национальной валюты;
- денежное таргетирование – промежуточной целью являются денежные агрегаты;
- таргетирование инфляции – промежуточной целью монетарной политики является прогноз инфляции [10].

В современных среднесрочных программах ЦБ цели монетарной политики чаще всего сводятся к снижению инфляции.

Современные Центральные банки, проводящие режим инфляционного таргетирования, имеют в своем арсенале операционные процедуры, позволяющие достигать целевых значений ставок денежного рынка. Это очень значимо, так как Центральный банк напрямую может устанавливать процентные ставки только по своим инструментам, а не ставки денежного рынка. А вот операционные процедуры имеют возможность пусть не напрямую, но активно, и все-таки косвенно, корректировать ставки денежного рынка. Существующие на сегодня возможные варианты операционных процедур или механизмов могут быть классифицированы:

- на таргетирование рыночной ставки в середине процентного коридора с помощью регулярных (на ежедневной или иной основе) операций Центрального банка (при этом ставка политики привязана к основному инструменту Центрального банка), а также наличие резервных требований;

- на многоуровневую нижнюю границу (пол) ставок;
- на нижнюю границу (пол) ставок.

Формирование системы промежуточных целей монетарной политики основано на анализе объективных внешних и внутренних условий развития национальной экономики [10].

Так в качестве внешних условий предлагаются следующие:

- глобализация мирохозяйственной системы и превращение национальных рынков товаров и капитала в сегменты мировых рынков;
- повсеместная либерализация международного движения капитала и торговли финансовыми услугами;
- сильная налоговая и иная конкуренция между государствами за привлечение инвестиций;
- сближение правового и экономического статуса международных инвесторов и национальных государств.

В качестве внутренних - такие:

- продукция большинства отраслей национальной экономики неконкурентоспособна по сравнению с иностранными аналогами;

- кризис государственной составляющей порождает воспроизводственно-бюджетный кризис;

- либерализация горизонтальных экономических отношений сочетается с высоким налоговым бременем и большими квазиалоговыми обременениями.

Но в современном мире не только между банками, но также и валютами разных стран идет борьба за выживание.

Победители в этой борьбе определяются свойствами национальных денежно-кредитных и валютных систем [11].

В качестве основных свойств, определяющих национальные денежно-кредитные системы, экономисты выделяют следующие:

- ставки рефинансирования или ключевые ставки Центральных банков;

- темпы инфляции или дефляции;

- величина транзакционных издержек при использовании наличных и безналичных денег;

- доля платёжного оборота экономических агентов, обслуживаемая национальной и иностранными валютами;

- уровни процентных ставок по депозитам и кредитам, привлекаемым и предоставляемым коммерческими банками;

- эффективность банковского посредничества [6].

В современных среднесрочных программах ЦБ промежуточные цели монетарной политики чаще всего сводятся к снижению инфляции.

Промежуточные цели обычно объявляются для того, чтобы информировать участников рынка о решениях Центрального банка и позволяют ориентировать рынок относительно будущего поведения денежных величин (темпов роста денежной массы, процентных ставок, инфляции).

Критериями выбора промежуточной цели являются:

- устойчивая связь как минимум с одной конечной целью;

- контролируемость цели;

- возможность измерения стоимости достижения цели сразу же или с небольшим отставанием [10].

Промежуточные цели могут устанавливаться по количественному или качественному принципу, основные из них приведены в таблице 1.

Таблица 1 - Особенности выбора промежуточных целей

Принцип выбора промежуточной цели	Цель, поставленная Центральным банком	Применяемые инструменты
Количественный	Постоянство темпов роста денежной массы или ВВП.	Изменение ставок по операциям Центрального банка. Изменение ставок по нормативам обязательных резервов. Операции на открытом рынке.
Качественный	Регулирование уровня процентных ставок. Регулирование валютного курса национальной денежной единицы. Постоянство уровня цен.	Валютные интервенции. Установление режима валютного курса. Изменение процентных ставок.

Центральные банки в настоящее время могут либо условно назначать промежуточную цель монетарной политики, либо вовсе отказываются от её использования. В большинстве стран Центральные банки применяют процентную ставку в качестве промежуточной цели, а денежные агрегаты рассматривают только как информационную или рекомендательную переменную. В таком случае говорят о «качественном руководстве» при проведении монетарной политики (*qualitative direction of monetary policy*).

За последнее десятилетие монетарная политика во всем мире претерпела значительные изменения. Число стран без монетарной автономии значительно увеличилось благодаря долларизации экономики. Снижение общемировой инфляции привело к исчезновению стран со слабым якорем. Доля стран с фиксированным курсом уменьшилась с 25% до 12% в общей выборке стран. Ни

в одной экономически развитой стране больше не существует таргетирования денежного предложения. Почти все развитые страны сегодня используют полнофункциональное таргетирование инфляции или опираются на неявный якорь ценовой стабильности. Страны с формирующимися рынками постепенно переходят от фиксированных курсов к облегченному инфляционному таргетированию.

### 1.1.3 Операционные цели, критерии выбора

Немаловажное место в иерархии целей монетарной политики занимают операционные (инструментальные) цели. Управление ими – это первый шаг в трансмиссионной цепочке, описывающей, как Центральный банк влияет на экономику. Обладая монопольным правом на денежную эмиссию, Центральный банк может регулировать либо цену, либо количество денег. В первом случае он управляет краткосрочными процентными ставками, а во втором – денежной базой либо её компонентами, такими как внутренний кредит, банковские резервы, чистые иностранные активы.

Операционные цели имеют две характеристики:

- период достижения цели (горизонт таргетирования);
- количественное значение цели.

В последнем случае цель может быть реализована в трех формах:

- целевой диапазон;
- наклонный коридор;
- целевой уровень [13].

Практика реализации выше перечисленных форм приведена в таблице 2.

Таблица 2 – Формы целевого ориентира

Форма	Пример
Целевой диапазон	Инфляция в течение года будет находиться в диапазоне от 4 до 6 %
Наклонный коридор	Инфляция на начало года будет находиться в интервале от 3 до 5 %, а к концу года – от 2 до 4 %
Целевой уровень	Инфляция в течение года будет находиться на уровне 3 %

В дополнение к количественному значению цели Центральный банк может оговаривать и другие характеристики целевого ориентира:

- укладывается ли его достижение в рамки одного или более чем одного года;
- какой применяется метод расчета целевого ориентира;
- на основе, каких моделей был установлен целевой ориентир;
- существует ли какая-либо эластичность (возможность отказа от достижения цели) на случай экономических потрясений.

Формирование системы операционных целей монетарной политики основано на детальном анализе развития национальной экономики в краткосрочном периоде.

Операционные или инструментальные цели монетарной политики – это тактические или самые краткосрочные цели, на которые Центральный банк может оказывать влияние в краткосрочном периоде посредством использования всего совокупного набора инструментов монетарной политики.

Чаще всего в качестве операционных целей Центральные банки определяют:

- резервные агрегаты: резервы, незаимствованные резервы; монетарная база, незаимствованная монетарная база;
- процентные ставки: процентная ставка по краткосрочным межбанковским кредитам; процентная ставка по краткосрочным казначейским векселям.

В качестве критериев выбора операционных целей можно выделить:

- измеримость;
- управляемость;
- предсказуемость [11].

В современной экономике прослеживается трилемма монетарной политики и выбора операционной цели. Так экономисты Морис Обстфельд и Алан Тэйлор из Калифорнийского университета в 2004 г. провели системное исследование истории глобальных рынков капитала. В результате ученые

пришли к выводу, что разработка и проведение монетарной политики повсеместно определялись фундаментальной трилеммой монетарной политики или «несовместимой троицей» (monetary policy trilemma).

Трилемма заключалась в том, что власти не могут одновременно поддерживать фиксированный валютный курс, сохранять открытость рынка капитала (отсутствие ограничений на международное движение капитала) и пользоваться независимостью в монетарной политике. Трилемма возникает из-за того, что власти могут достичь лишь две из указанных целей политики.

Например, установив фиксированный валютный курс, регулятор, может обеспечить стабильность валютного курса и открытость рынка капитала, однако будет вынужден отказаться от независимости монетарной политики. Если власти выбирают экономическую независимость, позволяющую проводить активную монетарную политику, ориентированную на внутренние цели, и открытый рынок капитала, они могут допустить свободное колебание валютного курса. В таком случае они не могут добиться валютной стабильности. Наконец, выбирая валютную стабильность и независимость монетарной политики, государство отказывается от цели интеграции рынков капитала. Таким образом, трилемма имела серьезные последствия для монетарной политики, но она была достаточно актуальна при проведении Центральным банком денежного или валютного таргетирования, при переходе стран к инфляционному таргетированию и использованию плавающего валютного курса, необходимость в одновременном достижении вышеперечисленных целей отпала сама собой.

В связи с тем, что сегодня все Центральные банки, прямо или косвенно (как ФРС США) придерживаются режима инфляционного таргетирования, то в качестве операционной цели они используют процентную ставку. Предпосылкой успешного использования процентной ставки в качестве операционной цели является эффективный и ликвидный межбанковский денежный рынок [13].

Операционные цели также называются и инструментальными переменными монетарной политики, и подчас многие Центральные банки вместо операционных целей делают ставку на инструменты монетарной политики. Они занимают главное место в инструментарии регулятора. Центральный банк может управлять либо объемом заемных ресурсов, предоставляемых экономике, либо их ценой. По большому счету таргетирование цены и количества денег представляет собой две стороны одного и того же процесса. Если Центральный банк обладает абсолютно совершенной информацией о трансмиссионном механизме монетарной политики, то ему безразлично какие операционные цели использовать. Однако в реальном мире преобладает информационная асимметрия, и Центральному банку приходится выбирать наиболее подходящие цели политики. Неопределенность изменения процентных ставок на денежном рынке вынуждает его прибегнуть к количественному таргетированию, а нестабильность спроса на деньги – к ценовому таргетированию.

Операционные цели связывают два ближайших уровня иерархии переменных монетарной политики: с одной стороны, к ним примыкают индикативные переменные или промежуточные цели (валютный курс или денежные агрегаты), а с другой – инструменты Центрального банка (резервные требования, ставка рефинансирования, ключевая ставка). Выбор операционных целей задается режимом таргетирования, а операционные цели в свою очередь определяют применение конкретных инструментов монетарной политики. Но не все инструменты одинаково подходят для количественного и ценового таргетирования. Так в зависимости от того, на какой операционной цели денежные власти остановили свой выбор, и от степени развитости национальной экономической системы определяется необходимый набор инструментов (таблица 3).

Таблица 3 – Инструменты монетарной политики при количественном и ценовом таргетировании

Инструмент политики	Ценовое таргетирование	Количественное таргетирование
Рефинансирование	Активно используется краткосрочное кредитование	За исключением внутридневных и суточных кредитов не используется
Операции на открытом рынке	Аукционы с фиксированной процентной ставкой	Аукционы с фиксированным объемом лотов
Валютные интервенции	Используются при таргетировании валютного курса, процентной ставки, служат для сглаживания её внезапных колебаний	Используются, если валютный рынок более развит, нежели денежный рынок
Обязательные резервы	Редко используются для управления банковской ликвидностью через усреднение резервов	Используются для стабилизации денежного мультипликатора

Операционные цели, как и промежуточные, можно охарактеризовать с точки зрения временного горизонта и количественного значения. Они задаются на определенный период времени (горизонт таргетирования), которому соответствует количественное значение цели (целевой уровень или диапазон). Например, операционная цель может служить для ежедневного поддержания ликвидности банковской системы на краткосрочном уровне. Центральный банк заключает операционную цель в своеобразный коридор, он сглаживает пики и падения спроса и предложения ликвидности.

Ценовое таргетирование берет свое начало с 1970-х годов, когда Центральные банки впервые приступили к официальному таргетированию процентных ставок. Его смысл заключался в том, что денежные власти устанавливали процентные ставки по привлекательным депозитам и размещаемым кредитам, в результате чего на межбанковском рынке образовывался процентный диапазон. Процентные ставки в качестве операционной цели обладали рядом несомненных достоинств. Процентную ставку легко наблюдать и анализировать, она служит сигналом о текущей и предстоящей монетарной политике. С точки зрения трансмиссионного

механизма монетарной политики процентная ставка влияет на ликвидность и портфели банков, поскольку её изменение неизбежно отражается на кредитной политике банков и их денежных потоках. Как следствие, стабилизация процентной ставки на денежном рынке способствует успешному управлению ликвидностью в банках. Двумя другими факторами, обуславливающими популярность процентной ставки в качестве операционной цели, выступают финансовая либерализация и инновации в банковском деле. И то и другое приводит к нестабильности денежного мультипликатора и функции спроса на деньги, в результате чего количественное таргетирование перестает нормально работать.

Количественные цели обычно выбираются в качестве операционной цели, когда межбанковский денежный рынок неэффективен, а национальная кредитная система недостаточно развита. В таких обстоятельствах именно денежные агрегаты, а не процентная ставка играют основную роль в трансмиссионном механизме монетарной политики. Кроме того, количественные цели задают «тон» во время гиперинфляции и в последующий период снижения инфляции. Нетрудно догадаться, что количественное таргетирование предпочитают страны с неразвитой экономикой. Но в связи с тем, что в последнее время стран с гиперинфляционным уровнем становится все меньше, Центральные банки в качестве операционных целей предпочитают использовать процентные ставки.

Количественное таргетирование также обладает рядом преимуществ в сравнении с ценовым таргетированием в случае банковского кризиса или разного рода экономических потрясений. Когда страна сталкивается с внезапным оттоком капитала за рубеж, количественное таргетирование обеспечивает своеобразный буфер, который позволяет процентным ставкам автоматически корректироваться и тем самым помогать стабилизировать валютный курс. При таких обстоятельствах в случае ценового таргетирования Центральный банк будет вынужден резко повысить ключевую ставку, что негативно отразится на банковской системе [13].

Итак, в современной экономике вся совокупность целей монетарной политики, воспринимается как её стратегия, о чем и шла речь в предыдущих вопросах. Далее представим современное состояние иерархии целей монетарной политики как основы её стратегии (таблица 4).

Таблица 4 – Стратегия монетарной политики Центрального банка

Операционные (инструментальные) цели	Промежуточные цели	Стратегические цели
Резервные агрегаты (резервы, незаимствованные резервы, монетарная база, незаимствованная монетарная база)	Денежные агрегаты (M1, M2, M3)	Высокий уровень занятости
Процентные ставки (краткосрочные, такие как процентная ставка по межбанковским кредитам)	Процентные ставки (среднесрочные или долгосрочные)	Экономический рост
-	-	Стабильность цен
-	-	Стабильность финансовых рынков

С организационной точки зрения, разработка стратегии монетарной политики предполагает наличие двух этапов:

- во-первых, определение её основных целевых ориентиров (конечные цели – промежуточные цели – операционные цели);
- во-вторых, подборка соответствующего инструментария, а также определение полномочий, которые могут быть делегированы монетарным властям. Схематично стратегию монетарной политики можно представить на рисунке 3.

Технологически монетарная политика является более гибким инструментом, чем фискальная. Это же характерно и для России. Ключевыми инструментами бюджетно-фискальной политики являются государственные расходы и изменения в сфере налогообложения. Возможности их использования определяются на законодательном уровне, что с учётом многоступенчатости законодательного процесса значительно затрудняет применение её инструментов в целях стабилизации экономики, особенно в

оперативном режиме. Поэтому монетарная политика является более гибким инструментом государственного регулирования экономики страны.

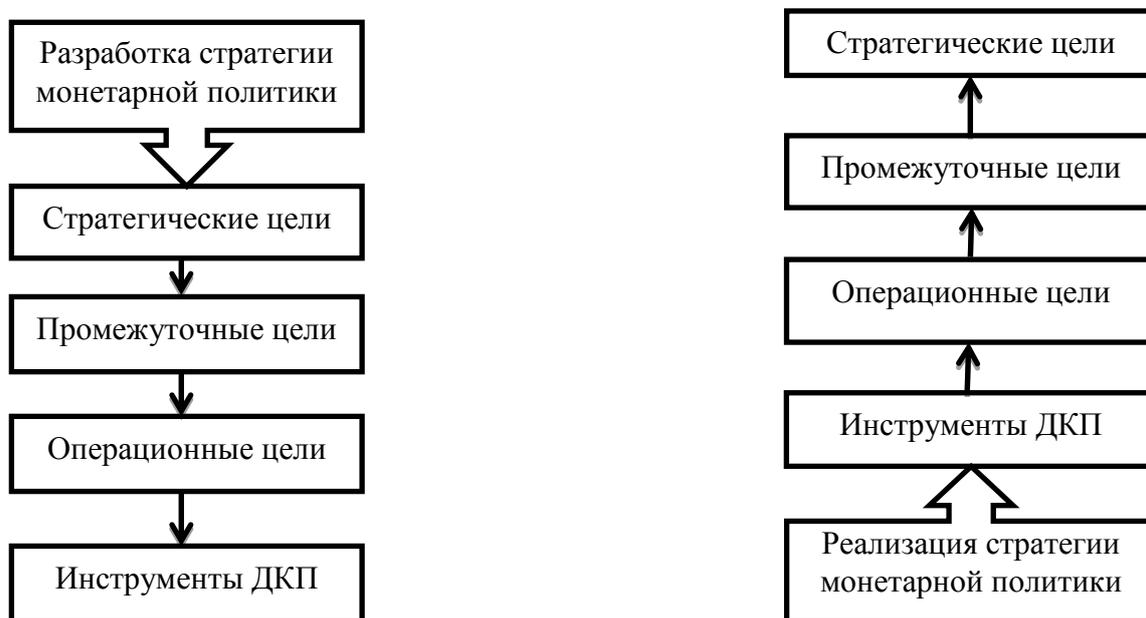


Рисунок 3 – Стратегия монетарной политики [10].

При проведении монетарной политики неизбежно возникает проблема маневрирования между задачами стимулирования экономического роста и борьбы с инфляцией. Обе эти задачи не могут быть одновременно удовлетворительно решены на основе монетарных методов, т.к. для стимулирования экономического роста необходима кредитная экспансия, а для сдерживания инфляции – кредитная рестрикция. Поэтому монетарное регулирование должно сочетаться с гибкой налоговой и бюджетной политикой [10].

А общим критерием результативности монетарного регулирования является поддержание динамичного и сбалансированного роста национальной экономики.

Практический пример стратегий монетарной политики Центральных банков различных государств представлен в таблице 5.

Таблица 5 – Стратегии монетарной политики некоторых стран мира

Центральный банк	Стратегические цели	Промежуточные цели	Операционные цели
Банк Англии	Стабильность цен	Таргетирование инфляции	Дилинговая ставка денежного рынка
Народный банк Китая	Поддерживать стабильность стоимости национальной валюты и способствовать экономическому росту	Рост объемов кредитования внутри страны; регулирование структуры денежной массы; распространение в мировых расчетах юаня, «уход» от долларовых расчетов	Применение высоких резервных требований; регулирование денежной массы; переход юаня к высокой конвертируемости (ориентир - кредиты (1 год); ориентир - депозиты (1 год); норматив резервов)
Банк Канады	Стабильность цен	Таргетирование инфляции	Целевая ставка - овернайт
Национальный банк Швейцарии (Swiss National Bank)	Обеспечение стабильности цен, уделяя при этом должное внимание развитию экономики	Инфляционное таргетирование	Установление пределов (1 п.п.) колебаний процентной ставки ЛИБОР по трехмесячным депозитам (3MLIBOR – min; 3MLIBOR – max)
Банк Японии	Стабильность цен	Таргетирование инфляции (процесс формирования таргетирования номинального ВВП)	Овернайт

### 1.1.4 Вопросы для самоконтроля

- 1 Какие факторы влияют на выбор целевых ориентиров монетарной политики?
- 2 Какими свойствами обладают национальные денежно-кредитные системы?
- 3 Представьте иерархию целей монетарной политики.
- 4 Охарактеризуйте стратегические цели монетарной политики.
- 5 Назовите условия, влияющие на формирование системы промежуточных целей монетарной политики.
- 6 В чем проявляется необходимость постановки промежуточных целей?

7 Назовите виды промежуточных целей, критерии их выбора.

8 С чем связана необходимость постановки операционных целей?

9 Назовите виды операционных целей, критерии их выбора.

10 Охарактеризуйте механизм разработки и реализации стратегии монетарной политики.

### **1.1.5 Литература, рекомендуемая для изучения темы**

1. Крымова, И. П. Центральный банк и проведение монетарной политики [Электронный ресурс]: электронный курс лекций / И. П. Крымова; М-во образования и науки Рос. Федерации, Федер. гос. бюджет. образоват. учреждение высш. образования "Оренбург. гос. ун-т". - Электрон. текстовые дан. (1 файл: 7.8 Мб). - Оренбург : ОГУ, 2016. - Загл. с тит. экрана. -Архиватор 7-Zip. - Режим доступа:

[http://ufer.osu.ru/index.php?option=com\\_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer\\_id=1232](http://ufer.osu.ru/index.php?option=com_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer_id=1232)

2. Розанова, Н.М. Денежно-кредитная политики: учебник и практикум для академического бакалавриата и магистратуры/Н.М. Розанова. – М.: Издательство Юрайт, 2018. – 410 с. – Серия: бакалавр и магистр. Академический курс. – ISBN 978-5-534-00939-2.

3. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учебное пособие / С.Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с. (Университетская серия). – ISBN 978-5-902597-08-7.

4. Крымова И.П. Организация деятельности Центрального банка: учебное пособие/ И.П. Крымова, С.П. Дядичко. – Оренбург, 2017. – 333 с. – ISBN 978-5-4417-0224-9.

## 1.2 Инструменты монетарной политики

*В результате изучения данного раздела магистрант должен:*

**знать:** различные подходы к решению монетарных проблем современной экономики; каким образом действия Центрального банка при реализации монетарной политики влияют на экономические решения различных участников экономики.

**уметь:** систематизировать монетарные проблемы в современной экономике; самостоятельно строить теоретические модели монетарных процессов;

**владеть:** методами анализа в области монетарной политики

### **Вопрос для размышления:**

Центральный банк страны X снизил ключевую ставку процента, однако банковское сообщество продолжает считать монетарную политику чрезмерно жесткой, поскольку последствия подобного действия оказались ограничительными по своему характеру. Как такое может быть?

### 1.2.1 Экономические основы монетарной политики

Вопрос о вмешательстве в экономические процессы государства и Центрального банка существует на протяжении длительного периода времени, но соотношение данного вмешательства с позиции экономистов не является однозначным.

Поэтому различные представления о роли государства в экономике в разное время находили свое отражение в экономических теориях.

Так классическая теория, существовавшая в конце XIX и начале XX века, подразумевала, что государство лишь обеспечивает социальные потребности граждан, предоставляет полную экономическую свободу субъектам хозяйственной деятельности и не осуществляет никакого вмешательства в саму экономику.

Кейнсианская теория, появившаяся после 1930 г., когда классическая теория показала свою несостоятельность, являлась теорией, в которой проводилась мысль об активном вмешательстве государства в экономику с целью стимулирования спроса. Теория подразумевала проведение государством активной бюджетно-финансовой политики при неэффективности монетарной. Однако в 1970-х гг., когда темпы воспроизводства падали, эта теория показала, что устойчива только при высоких темпах роста.

Неоклассическая теория также предполагает вмешательство государства в экономику путем проведения бюджетно-финансовой политики, однако внимание в ней сосредоточено на факторах совокупного предложения. Вместо воздействия на потенциальный выпуск, она предлагает проведение политики стимулирования инвестиций и повышения производительности труда путем проведения адекватной налоговой политики.

Монетаристская теория брала за основу действенной экономической политики исключительно монетарную политику, а именно явно регулируемое предложение денег Центральным банком, которое является катализатором привлечения инвестиций в экономику [7].

Неокейнсианская теория являет собой симбиоз монетарной и фискальной политик в краткосрочном и долгосрочном периодах. Методом воздействия, как и в кейнсианской теории, остается совокупный спрос.

Но, общеизвестно, что экономика всегда находится в циклическом движении. Экономический подъем сменяется кризисом, потом наступает оживление, которое может сменяться следующей повышательной тенденцией и следующим спадом.

Ввиду цикличности экономики и поиском оптимального роста доминирующей экономической политикой становилась то одна, то другая версия экономической теории. Смена курса экономических реформ следовала за очередным кризисом, итогом которого было избрание новых путей развития экономики или переосмысления идей старых теорий. Даже при анализе названия экономических теорий прослеживается цикличность в выборе идей

следования тем или иным принципам, заложенным десятки лет назад, разница заметна лишь в аспектах взаимодействия государства и экономики, а также роли Центрального банка в регулировании монетарной составляющей экономики.

Традиционный метод современного теоретического исследования основывается на использовании математического моделирования поведенческих функций экономических агентов. Как правило, в случае монетарной политики, поведение домохозяйств моделируется в рамках функции полезности, а функционирование фирм оценивает вариант производственной функции Кобба-Дугласа, активность Центрального банка описывается правилом Тейлора, либо функцией потерь (loss function) с различными модификациями.

Стремление учесть экономическую неопределенность и вероятностные исходы экономической политики привело к появлению отдельного класса экономических моделей стохастического характера, известных под общим наименованием «динамическая стохастическая модель общего равновесия».

Мировой финансовый кризис 2007-2009 гг. привел к осознанию малой перспективности традиционных подходов к анализу взаимодействия государства и экономики. После того как сложные математические и эконометрические модели не смогли выявить принципиальную ущербность государственной политики поощрения чрезмерно рискованных операций экономических агентов в развитых странах, стали появляться работы, где активно используется теория игр для объяснения возникшей ситуации.

Применимость теории игр в макроэкономическом анализе наилучшим образом демонстрирует монетарная политика.

Во многих странах одну из важнейших функций по установлению взаимоотношений государства и экономики, осуществлению контроля над экономическими агентами и установлению определенных «правил игры» осуществляют Центральные банки. Продуманная и выверенная монетарная политика этих регуляторов играет в жизни государств одну из важнейших

ролей в решении стратегических задач по обеспечению, как стабильности цен, так и выхода из свойственных нынешнему времени кризисов.

Сложное взаимодействие государства с позиции Центрального банка и экономики, представленной частными агентами (домохозяйствами, фирмами, коммерческими и инвестиционными банками), оказывает первостепенное влияние на динамику экономической жизни любой страны и уровень благосостояния ее граждан. Поэтому необходимо проводить изучение того, каким образом осуществляются эти контакты и к чему они могут привести при разных вариантах действий Центрального банка и ответной реакции экономики, представляет собой важную часть современной монетарной политики [19].

Но вернемся к осмыслению самой монетарной политики.

Под монетарной политикой в общем смысле понимается деятельность государства в валютной и денежно-кредитной сферах, направленная на реализацию его интересов в отношениях с другими государствами, наднациональными и субнациональными государственными и муниципальными образованиями, юридическими и физическими лицами.

Достижение макроэкономического равновесия при оптимальных для данной страны темпах экономического роста чаще всего рассматривается как цель государственного регулирования экономики.

При этом обеспечение стабильного экономического роста самая ключевая цель монетарной политики.

В качестве типичного объекта регулирования монетарной политики экономисты чаще всего определяют денежный рынок.

По своей сути денежный рынок отражает спрос на деньги и предложение денег, а также формирование равновесной «цены» денег – ставки процента.

Общеизвестно, что в основе монетарной политики лежит теория денег, изучающая процесс воздействия денег и монетарной политики на состояние экономики в целом.

В качестве же первоосновы концепции компенсационного регулирования экономисты выделяют два типа монетарной политики: стимулирующую (кредитную рестрикцию) и сдерживающую (кредитную экспансию) [10].

Реализация на практике монетарной политики осуществляется через механизм монетарного регулирования. Чаще всего это связано с исследованием того, каким образом изменение предложения денег (изменение ситуации на денежном рынке), если это выступает в качестве ключевого ориентира монетарной политики, влияет на изменение реального объема выпуска (ситуацию на реальном рынке, т.е. рынке товаров и услуг).

Рассмотрим с практической точки зрения реализацию выше обозначенных типов монетарной политики.

Так алгоритм реализации политики кредитной рестрикции может быть представлен следующим образом:

- ЦБ продает государственные ценные бумаги;
- кредитные возможности коммерческих банков уменьшаются;
- предложение денег мультипликативно сокращается;
- ставка процента (цена кредита) растет;
- спрос на кредиты со стороны фирм падает;
- инвестиционные расходы сокращаются;
- совокупный спрос уменьшается;
- объем производства падает.

А алгоритм реализации политики кредитной экспансии может быть представлен так:

- ЦБ покупает государственные ценные бумаги;
- кредитные возможности коммерческих банков увеличиваются;
- предложение денег мультипликативно увеличивается;
- ставка процента (цена кредита) падает;
- спрос на кредиты со стороны фирм растёт;
- инвестиционные расходы увеличиваются;
- совокупный спрос увеличивается;

- объем производства растёт [11].

Реализация монетарной политики на практике тесно соприкасается с денежной трансмиссией.

Механизм денежной трансмиссии представляет собой достаточно долгий и сложный процесс. Он состоит из нескольких ступеней, на каждой из которых возможен сбой механизма в силу воздействия негативных факторов:

1 Политика «дешевых денег», проводимая Центральным банком, может обеспечить коммерческие банки дополнительными резервами, что расширяет кредитные возможности банков, однако такая возможность может не превратиться в действительность. Нет никакой гарантии, что при увеличении резервов произойдет соответствующее увеличение объема кредитов, выдаваемых коммерческими банками. Кроме того, население может решить не брать кредиты. В результате денежная масса не увеличится.

2 Реакция денежного рынка на рост предложения зависит от вида кривой спроса на деньги. Серьезное падение ставки процента произойдет только в случае, если кривая спроса на деньги крутая, т.е. если чувствительность спроса на деньги к изменению ставки процента невелика. Если спрос на деньги очень чувствителен к изменению ставки процента (кривая спроса на деньги пологая), то увеличение предложения денег не приведет к значительному снижению ставки процента.

3 Существенное снижение ставки процента в результате роста предложения денег может не привести к серьезному увеличению инвестиционных расходов, если их чувствительность к изменению ставки процента низка (кривая инвестиций крутая).

4 Если чувствительность инвестиционного спроса к динамике ставки процента высока, и инвестиционные расходы увеличились в результате падения ставки процента, то рост совокупных расходов может не привести к увеличению реального выпуска, если экономика находится в состоянии полной занятости (на уровне потенциального объема производства), что соответствует вертикальной кривой совокупного предложения [11].

Таким образом, нарушения в любом звене передаточного механизма могут свести на нет или существенно ослабить воздействие монетарной политики на экономику.

Монетарная политика ЦБ не может быть независимой, а предложение денег экзогенной величиной в открытой экономике при режиме фиксированных валютных курсов, поскольку изменение предложения национальной валюты (валютные интервенции ЦБ), особенно в условиях абсолютной мобильности капитала, подчинено цели поддержания на неизменном уровне валютного курса национальной денежной единицы.

На практике монетарная политика оказывает свое воздействие на поведение экономической системы исключительно с некоторым отставанием во времени. Поэтому успешное противодействие нежелательным процессам в экономике должно начинаться заблаговременно. Это означает, что проведение эффективных стабилизационных мероприятий должно основываться на точном экономическом прогнозе гипотетической ситуации и их допустимой временной задержке [13].

Ничего не предвещало кризис 2008 года в России... И в средствах массовой информации и в выступлениях экономистов об этом даже речи не шло до октября 2008 года.

Сочетание ошибок в экономических прогнозах и задержек в реакции экономической системы привели монетаристов к выводу, что даже самые благие намерения творцов экономической политики не способны «настроить» экономическую систему оптимальным образом, а тщательные попытки преуспеть в этом малоблагодарном занятии равновероятно могут принести экономической системе, как пользу, так и вред.

Даже, если предположить, что законодатели экономической политики обладают абсолютным сверхъестественным даром предвидения экономической ситуации, нет гарантии, что эти знания целиком и полностью будут направлены на обеспечение долгосрочной экономической стабильности вследствие политического давления, которое может быть оказано в процессе принятия тех

или иных решений. Это обстоятельство вовсе не означает, что принятие определенных шагов в экономической реформации диктуется плохими или своекорыстными намерениями, но ведь хорошо известно, чем вымощена дорога в ад, - даже абсолютно честные политики не могут действовать независимо от системы, частью которой они являются. А есть ли сегодня априори абсолютно честные политики?

Исходя из выше отмеченного, выделим два момента:

- во-первых, необходимость акцентирования внимания текущей политики на краткосрочных временных интервалах;

- во-вторых, необходимость определять момент времени принятия определенных экономических решений.

Когда экономическая система ввергается в спад, давление на Центральный банк как орган монетарного регулирования максимально возрастает. Однако любое мероприятие, направленное на стабилизацию кризисной ситуации возымеет эффект лишь спустя немалый промежуток времени, когда уже наступит фаза расширения делового цикла, что и приведет в итоге к обратным негативным результатам [7].

### **1.2.2 Организационные основы монетарной политики**

Монетарная политика, как ранее утверждалось, является политикой многогранной, но ее реализация невозможна без монетарного регулирования. Поэтому монетарная политика и монетарное регулирование в совокупности может интерпретироваться как система (рисунок 4).



Рисунок 4 – Элементы системы монетарной политики и монетарного регулирования

Рассмотрим все представленные выше элементы системы более детально.

Так на практике чаще всего монетарная политика реализуется через следующие виды: стимулирующая, сдерживающая, стабилизационная, антиинфляционная [11].

Стимулирующая политика ЦБ будет сопровождаться ростом денежной базы, что, в свою очередь, будет подталкивать коммерческие банки снижать ставки по кредитам, она станет отражением кредитного механизма трансмиссионной политики. Это приведет к дополнительному привлечению рабочей силы и увеличению предложения частными предприятиями. У домохозяйств появятся свободные денежные средства, пригодные для инвестирования в банковские продукты. Расширяющиеся производства частных предприятий создадут дополнительные возможности для трудоустройства.

Влияние сдерживающей политики скажется на удорожании кредитов из-за сокращения денежной массы, что вынудит банки делать депозиты более выгодными с целью привлечения денежных средств и минимизации потерь в секторе кредитования. Это отразится на предложении банковских услуг в сфере кредитования, что будет способствовать сокращению предложения фирм, и, как следствие, сокращению рабочих мест на предприятиях. Будет наблюдаться стимул частных банков привлекать инвестиции домохозяйств. Безработица будет поддерживаться на естественном уровне.

Стабилизационная политика характеризуется подпиткой экономики деньгами, стимулированием экспорта путем контроля курса национальной валюты, что влечет за собой положительные колебания на рынке кредитования ввиду повышающегося предложения фирм на производство экспортных товаров. Предотвращение сокращения ВВП приведет также к стимулированию экспорта, и, как следствие, производство частных предприятий увеличится. Увеличится востребованность рабочей силы, однако ввиду негативных возможных ожиданий по дальнейшему росту ВВП инвестиционные продукты домохозяйствами будут приобретаться с осторожностью.

Антиинфляционная политика ЦБ выражается в жестком сокращении темпов прироста денежной базы, что непосредственно отразится на банковском секторе, где будет наблюдаться удорожание кредитов и стремление банков привлечь инвестиции в виде депозитов. Помимо сокращения производительности фирм может быть вызван как приток рабочей силы на предприятия, так и отток ввиду фактора доверия населения к действиям ЦБ. Данная политика очень зависима от ожиданий домохозяйств и политической стабильности [19].

Поэтому, несмотря на тот или иной вид монетарной политики, ее цели должны ставиться исходя из национальных интересов, а также с учётом объективных ограничений их реализации.

Цели монетарной политики успешно реализуются путём государственного программирования – установления целевых показателей социально-экономического развития на конкретные периоды и принятия комплекса мер по их достижению, увязанных по срокам, и обеспеченных материальными и финансовыми ресурсам.

Так применительно к монетарной политике Банка России делается акцент на необходимости использования её возможностей по достижению общенациональных целей, в число которых входят:

- «высокий уровень жизни в стране, жизни - безопасной, свободной и комфортной»;

- «зрелая демократия и развитое гражданское общество»;
- «укрепление позиций страны в мире»;
- «значимый рост благосостояния граждан»;
- «безопасность границ и создание благоприятных внешних условий для решения внутренних национальных проблем» [11].

Законодательством же Российской Федерации непосредственно цели монетарной политики не установлены.

Российским законодательством определены лишь цели деятельности специализированного органа денежно-кредитного и валютного регулирования, которым и является Банк России.

Наряду с Центральным банком цели монетарной политики вправе и должно определять и Правительство России.

Так в соответствии со ст. 15 Федерального конституционного закона Правительство РФ:

- обеспечивает проведение единой финансовой, кредитной и денежной политики;
- принимает меры по регулированию рынка ценных бумаг;
- осуществляет управление государственным внутренним и внешним долгом РФ;
- осуществляет в соответствии с Конституцией РФ, федеральными законами, нормативными указами Президента РФ валютное регулирование и валютный контроль;
- руководит валютно-финансовой деятельностью в отношении РФ с иностранными государствами;
- разрабатывает и осуществляет меры по проведению единой политики цен [10].

В развитых странах выделяются основные (конечные) цели монетарной политики и производные от них инструментальные цели – ориентиры.

К числу конечных целей чаще всего относят:

- поддержание высокого и стабильного уровня реального производства;

- поддержание низких и стабильных цен;
- поддержание темпов инфляции.

В качестве инструментальных целей можно выделить:

- денежную базу;
- денежную массу;
- широкую денежную массу;
- темпы инфляции;
- процентные ставки денежного рынка;
- объёмы кредитования коммерческими банками нефинансовых заёмщиков [11].

Следующий элемент системы – принципы. В качестве принципов, которые чаще всего экономисты относят к монетарному регулированию, в современных условиях выделяют:

Во-первых, при проведении монетарной политики необходимо учитывать, что и национальные и иностранные инвесторы действуют в собственных интересах, не совпадающих с интересами национальных государств.

Во-вторых, следует исходить из того, что в мирохозяйственной системе конкурируют не только предприятия, но и национальные экономические системы.

В-третьих, монетарная политика должна достигать своих целей даже при практическом отсутствии государственного регулирования глобальных финансовых рынков.

В-четвёртых, нельзя игнорировать достижение инвесторами значительной либерализации контроля за движением капитала и снижение налогового прессы в странах-импортёрах капитала благодаря использованию офшорных юрисдикций для «бегства капитала» [11].

В целом же, монетарное регулирование означает воздействие государства на экономику, повышающее предсказуемость, устойчивость, сбалансированность, эффективность и скорость её развития или

обеспечивающее достижение других поставленных субъектом регулирования целей. Но само по себе монетарное регулирование может рассматриваться как в широком, так и в узком смысле.

Монетарное регулирование в узком смысле означает ограничение государством свободы или уменьшение неопределённости действий участников валютных и денежно-кредитных отношений для достижения своих целей и защиты своих интересов.

Монетарное регулирование в широком смысле определяется как элемент системы государственного регулирования экономики.

Монетарная политика и монетарное регулирование рассматриваются в совокупности как система, но сами по себе они имеют определенные отличия. Отличия монетарной политики от монетарного регулирования проявляются в следующем:

- монетарная политика всегда включает определение целей и выбор средств их достижения;
- монетарное регулирование может быть ограничено применением системы уже существующих правил [13].

Монетарное регулирование может интерпретироваться и как многоэлементный процесс. Его ключевые элементы представлены на рисунке 5.



Рисунок 5 – Элементы монетарного регулирования

Монетарное регулирование и монетарная политика очень тесно взаимосвязаны, но первична, конечно же, монетарная политика. Прежде, чем осуществлять монетарное регулирование Центральный банк формирует

монетарную политику. В качестве практических аспектов ее формирования выделяют следующие:

- выбор конкретной тактической цели;
- выбор приоритетного объекта;
- насколько независим ЦБ в разработке и проведении монетарной политики;
- будет ли ЦБ жёстко следовать выработанным установкам;
- как учитываются временные лаги;
- как проведение монетарной политики влияет на инфляционные тенденции [11].

Но, предположим, что Центральный банк не обладает полной информацией о состоянии экономики. В подобных обстоятельствах, достаточно реалистичных не только для России, Центральный банк неспособен точно определить причину макроэкономических колебаний. Просто само по себе наблюдение за повышением цены на рынке товаров и услуг, как одном из ключевых элементов финансового рынка страны, не позволит прийти к какому-либо выводу об источнике роста: цена может быть увеличена как из-за положительного сдвига кривой совокупного спроса, так и из-за отрицательного сдвига кривой совокупного предложения. Только обладая полной информацией о ценах и объемах, можно прийти к однозначному выводу о динамике рынка.

В условиях несовершенной информационной среды невозможно определить источник макроэкономических шоков, которые в итоге способствовали «движению» процентных ставок и дисбалансу финансового рынка. Поэтому для Центрального банка весьма проблематично принятие решений о действиях в непрозрачной экономической среде. Следует ли ему стабилизировать рыночные процентные ставки или стабилизировать денежное предложение? В данном случае вопрос заключается в оптимальном выборе инструментов монетарной политики, а для этого необходимо знать перечень инструментов монетарной политики и, конечно же, специфику каждого.

### **1.2.3 История зарождения инструментов монетарной политики**

Как было указано ранее, для достижения целей и ориентиров монетарной политики используется система инструментов.

Эволюцию классических инструментов монетарной политики можно представить следующим образом:

- учетная ставка возникла в Англии в 1702 г.;
- впервые банковские резервы были введены в США национальным банковским Актом 1863 г.;
- право проведения операций открытого рынка было предоставлено ФРС еще Актом 1913 г. [10].

Но на практике монетарная политика чаще всего раскрывается не только через определенный набор инструментов, а и через элементы монетарной политики.

В качестве ключевых ее элементов можно выделить:

- политику процентных ставок;
- политику рефинансирования;
- политику обязательных резервов;
- политику открытого рынка.

Рассмотрим их более детально.

Начнем с политики процентных ставок. Ее реализация на практике тесно связана с самими функциями политики. Так в качестве регулирующих функций политики процентных ставок чаще всего экономисты выделяют:

- регулирование уровня сбережений и инвестиций;
- регулирование уровня деловой активности;
- воздействие на уровень инфляции.

Но помимо функций, политика процентных ставок преследует и определенные цели, чаще всего такие:

- благоприятствовать росту экономики путем умеренно низких процентных ставок на кредиты;

- сдерживать инфляцию;

- обеспечивать стабильность национальной валюты на валютных рынках путем умеренно повышенных процентных ставок.

Политика процентных ставок среди других элементов монетарной политики находится в приоритете, если в экономике страны достигнута:

- оптимизация уровня задолженности предприятий;

- сокращение доли бонифицированных займов для последующего расширения базы воздействия монетарных властей;

- развитие кредитов по колеблющимся ставкам и снижение уровня трансформации краткосрочных ресурсов в долгосрочные;

- умеренные темпы «ползучей» инфляции или полное ее отсутствие;

- существование развитого денежного рынка, рынка ценных бумаг.

На практике процентная политика чаще всего реализуется с помощью следующих видов процентных ставок:

- официальной дисконтной ставки;

- ставки денежного рынка;

- ставки финансового рынка;

- процента на банковский кредит.

Так в настоящее время дисконтная ставка не позволяет контролировать банками предложение денег в полной мере и поэтому не находит широкого применения в осуществлении монетарной политики. Это связано с тем, что изменения самого дисконтного процента на практике воздействуют не на норму процента, а лишь на темп роста общей массы денег.

Следующий элемент монетарной политики – политика рефинансирования. Применительно к монетарной политике Центрального банка рефинансирование понимается как регулирование кредитной помощи, оказываемой Центральным банком банкам коммерческим. Это связано с тем, что не всегда коммерческие банки способны полностью удовлетворять потребности экономики в кредитах и эту задачу призван решать уже банк Центральный.

В качестве ключевых инструментов политики рефинансирования экономисты обычно выделяют:

- ставка монетарной политики (целевая, ключевая, рефинансирования, базовая и т.д.);
- кредиты Центрального банка;
- операции на открытом рынке;
- интервенции Центрального банка на денежном рынке.

Политика рефинансирования применяется Центральными банками уже давно, но не всегда существует возможность ее применения. Так политика рефинансирования будет неосуществима, если, по сути:

- не существует потребностей в рефинансировании, выражаемых банками;
- эта потребность существует, но не всегда оказывается обоснованным применением тех или иных инструментов рефинансирования;
- даже при подтверждении теоретических предложений практикой, различные факторы могут сделать эту политику нереальной.

Следующий элемент монетарной политики – политика обязательных резервов. Ее целью является усиление зависимости кредитных учреждений от рефинансирования со стороны Центрального банка и ужесточения, таким образом, контроля за их ликвидностью. Данный элемент монетарной политики, хоть и применим в условиях рыночной экономики, но все-таки, по сути, характеризуется административной степенью воздействия на кредитные институты.

Изменение норм обязательных резервов в практике реализации Центральными банками монетарной политики, за исключением кризисных периодов, характеризуется невысокими амплитудами.

И завершающий элемент монетарной политики - политика открытого рынка. На практике она может гармонично сочетаться с набором «реальной» процентной ставки в качестве инструмента монетарной политики и успешно

включаться в традиционные методы интервенции на денежном рынке со стороны Центрального банка.

Политика открытого рынка представляет собой ориентированный на гибкое регулирование процентных ставок рыночный механизм.

Политика открытого рынка предполагает значительное изменение режимов рефинансирования банков, она изменяет не величину капитала банковского сектора в реальном исчислении, а только его состав в деньгах или ценных бумагах.

В рамках осуществления монетарной политики операции открытого рынка приводят одновременно к улучшению управления государственной задолженностью и контролю за предложением денег.

Далее рассмотрим более детально эволюцию вышеперечисленных элементов монетарной политики.

Исторически первым элементом монетарной политики является учетная политика, а ее основным инструментом – учетная ставка, возникшая в Англии в 1702 г., которая символизировала собой лидирующую роль Центрального банка в изменении процентных ставок денежного рынка, что в свою очередь означало изменение курса экономической политики правительства [8].

Но в то время учетная ставка еще не оказывала такого решающего воздействия на экономику страны, лишь к концу XIX столетия влияние ее стало наиболее весомым. Как в 1895 году один английский экономист образно, хотя и не очень строго научно, охарактеризовал роль учетной ставки и заодно сделал довольно точный прогноз ее оценки экономической общественностью: «положение учетной ставки в нашей экономике очень напоминает положение любовницы короля в каком-нибудь древнем государстве. Все следят за ней с любопытством с тем, чтобы угадать и предсказать ее следующие шаги, все немного побаиваются ее, но никто не знает наверняка, насколько велика и реальна ее власть... Иногда она может командовать, в другое время она может только хмуриться. В течение многих лет ею можно пренебрегать, однако затем она добивается поворота к признанию и славе». Но слава ее, в

действительности является незаслуженной, т.к. в англоязычной литературе существует два термина: interest rate – употребляемый для обозначения процентных ставок частных институтов на кредитном рынке; discount rate – обозначающий учетную ставку, т.е. процент, за который Центральный банк может предоставить небольшую сумму дополнительных резервов частному кредитно-финансовому учреждению. Смешение этих терминов в один и обусловило неправильный перевод, в действительности же первым элементом денежно-кредитной политики, исторически возникшим ранее других, стала процентная политика, а ее первым инструментом – ссудный процент на рынке [3].

Процентная политика получила признание не только в Англии, она активно использовалась и в США в конце XIX века, и особенно эффективно в начале XX века, с образованием Федеральной Резервной Системы в 1913 году. Первоначально не предполагалось, что ФРС будет отвечать за состояние экономики, контролируя процесс формирования предложения денег и воздействуя на процентные ставки. С течением времени на нее была возложена обязанность обеспечивать стабильность экономики, и эта обязанность стала причиной того, что ФРС постепенно превратилась в единый Центральный банк, активно используемый для стабилизации экономики процентную политику.

В 30-х годах XX столетия экономическая наука рассматривала процентную политику как метод регулирования сферы денег и кредита, способный устранить циклические колебания конъюнктуры и предотвратить кредитно-денежные кризисы [16]. Успешное проведение монетарной политики ставилось в зависимость от стоимости кредита, т.е. размера процентной ставки, которую заемщики должны были уплатить за пользование им.

Таким образом, ФРС пыталась влиять на состояние кредита в стране, а, поскольку банковские ссуды и инвестиции являются главными активами, служащими опорой для депозитов, то тем самым – и на денежную массу. Американская сфера денег и кредита являлась тогда, пожалуй, наиболее регулируемой областью мировой экономики. В других развитых

капиталистических странах монетарная политика в тот период времени не находила должного развития, даже в Англии.

Лишь в послевоенный период (после 1945г.) многими странами были сформулированы общие макроэкономические направления и методы государственного регулирования экономики Англии, Франции, Германии. США также продолжала использовать процентную политику, направленную на сжатие денежной массы в периоды подъема и на расширение ее в периоды спада. Важными инструментами ФРС в этот период были: краткосрочная ставка процента и ставки по межбанковским кредитам [23]. Даже используя новые эффективные инструменты, процентная политика не принесла ожидаемых результатов, инфляционные процессы в американской экономике не были существенно приостановлены и ФРС с 1979 г. вынуждена была признать процентную политику не достаточно эффективным элементом политики монетарной.

Также и во Франции процентная политика эффективно использовалась с 1945 до 1981гг., а затем была произведена переориентация на более гибкие рыночные элементы монетарной политики [9].

Банк Англии в свою очередь отменил административное регулирование процентной ставки в октябре 1972 г. и ввел «минимальную ссудную ставку», которая была поставлена уже в зависимость от движения рыночных ставок, но и эта ставка была действенной до конца 80-х годов [16].

Политика Федерального банка Германии в послевоенный период была направлена, в основном, на то, чтобы с помощью процентной политики на денежном рынке косвенно оказывать влияние на спрос экономики на деньги и кредиты. Однако она не в состоянии административным путем определять процентные ставки, действующие на кредитном рынке. В отличие от ранее рассмотренных стран, Германия в 90-х годах не отошла от использования процентной политики как одного из действенных элементов политики монетарной, а, наоборот, выделила в качестве наиболее эффективного

инструмента того периода – третью «ставку эмиссионного банка» - процентную ставку сделок по предоставлению ссуды под залог ценных бумаг [14].

И наиболее интересным среди стран с развитой рыночной экономикой является опыт использования процентной политики в Японии. Изменение процентной ставки практиковалось Банком Японии на протяжении всего послевоенного периода, но до 1973 г. оно лишь выполняло функции индикатора направления политики Банка Японии, так как, даже повышаясь, эта ставка оставалась самой низкой ставкой по кредитам в японской экономике [16]. Если сравнивать процентную политику Японии в 1978-1987 гг., то она была гораздо успешнее, чем в США. Начавшись в середине 70-х гг., рост денежной массы в Японии замедлился постепенно и колебался значительно меньше, чем в США. В итоге японцам удалось быстрее остановить инфляционные процессы. Успех пришел в результате применения политики регулирования ставки процента в 1978-87 гг., в противоположность неудачам в этой области ФРС США в 1970-79 гг., что наводило на мысль, что использование ставки процента в качестве операционной цели может привести к положительному результату при проведении процентной политики, но это было реалистично в 80-е годы XX столетия [5].

Вторым элементом монетарной политики является политика обязательных резервов.

Впервые банковские резервы были введены в США еще в XIX веке – за полвека до создания ФРС – национальным банковским актом 1863, согласно которому норма резервов для нью-йоркских банков была установлена в размере 25% [17].

Исторически обязательные резервы были установлены законом с целью защиты вкладчиков, чтобы гарантировать, что банки располагают достаточной кассовой наличностью для выплаты денег вкладчикам, изымающим свои вклады. Так обстояло дело до учреждения ФРС, когда не было резервного банка, у которого коммерческий банк мог бы получить дополнительные средства в период временной потребности в них.

Таким образом, национальным банковским актом 1863 г. устанавливалась такая система нормирования банковских резервов, при которой стержневая роль отводилась крупнейшим нью-йоркским банкам. Национальный банковский акт способствовал усилению процессов концентрации и централизации капиталов в банковской сфере. С созданием ФРС в 1913 г. стали предусматриваться определенные нормы обязательных банковских резервов, но в первичном тексте федерального резервного акта не содержалось никаких указаний относительно возможности изменения этих норм, т.е. по существу предполагалась их неизменность. Но уже в 1916 г. Федеральный резервный совет выступил с предложением о предоставлении ему полномочий на повышение норм обязательных резервов банков на том основании, что это даст возможность совету «эффективно контролировать тенденции нездорового расширения кредита». В 1917 г. нормы обязательных банковских резервов были уменьшены и оставались неизменными вплоть до 1933 г., когда правительство США, учитывая горький экономический опыт кризиса 1929-1933 гг., взяло курс на расширение полномочий ФРС как центрального банка страны. Совету управляющих ФРС было предоставлено право менять, по своему усмотрению, нормы обязательных банковских резервов «в случае особых обстоятельств» в экономике, а в 1935 г. это право было закреплено за руководством ФРС на постоянной основе, вне зависимости от «особых обстоятельств». По сути дела с 1935 г. политика обязательных резервов стала постоянным элементом монетарной политики, проводимой ФРС, и не претерпело существенных изменений со времени его пересмотра в 1935 г. [23].

Изменения норм обязательных резервов по сути своей не ведут к прямому изменению общей суммы резервов, а изменяют долю той части депозитов банков, которую они обязаны держать в федеральном резервном банке в виде резервов. Следовательно, изменения норм обязательных резервов влияют на состояние ликвидности банков, а тем самым на объем средств, которые они могут использовать для ссуд или инвестиций, т.е. они оказываются очень

действенным орудием, оказывающим влияние на состояние всего кредитного рынка и на темпы роста денежной массы.

Право изменять нормы обязательных резервов использовалось в США не часто. В общем, повышение норм обязательных резервов осуществлялось в периоды, когда совокупная сумма избыточных резервов достигала таких размеров, что повышение резервов оказывало незначительное влияние на совокупный спрос на кредит федеральных резервных банков, и потребность в дополнительных резервах появлялась лишь у небольшого количества банков. Или это происходило в периоды, когда банковский портфель государственных ценных бумаг достигал очень больших размеров и федеральные резервные банки должны были поддерживать их курс и уровень доходности. Обязательные резервы не всегда депонируются на счетах Центрального банка, так в США к ним причисляются средства, находящиеся в кассе коммерческого банка.

Многолетний опыт показал, что этот элемент кредитной политики не приспособлен к повседневным изменениям условий в банковском деле и денежном обращении. Даже небольшое изменение нормы обязательных резервов, например, на один или на два процента, вызывает значительные изменения в объеме резервов и состоянии ликвидности банков. По этой причине подобный элемент воздействия на состояние резервов банка и на движение кредита и денег обычно применяется лишь в тех случаях, когда признано было желательным внести большие изменения в объеме резервов всех банков страны. Поэтому в США он эффективно использовался весь послевоенный период, начиная с 40-х годов до конца 80-х, а в начале 90-х годов XX столетия ФРС перестала уделять ему должное внимание [4].

Установление норм обязательных резервов стало обязательным для всех кредитно-финансовых институтов Англии, начиная с 1951 г.

В конце 1973 г. Англия, в ответ на усиление инфляционных ожиданий, начала более эффективно использовать данный элемент монетарной политики, поддерживая соотношение между основными ликвидными статьями своих

активов и привлеченными депозитами в размере не менее 12,5%. Такое соотношение в Англии в тот период носило название коэффициента «резервных активов». К резервным активам относились: остаток на счете в ЦБ, ссуды до востребования, правительственные облигации со сроком погашения в пределах одного года. Помимо своего прямого назначения служить кассовым резервом в случае изъятия части вкладов, резервные активы уменьшали кредитные ресурсы банков и одновременно являлись «приводным ремнем», с помощью которого Банк Англии регулировал ликвидность денежного рынка. К сожалению, использование элемента обязательного резервирования не дало весомого результата Банку Англии при решении возникших экономических проблем, и к 1987 г. он перестал быть основным элементом монетарной политики Англии [8].

Обратимся к опыту Японии. Вследствие явления пере кредитования в 70-90-х годах XX столетия, и возможности прибегать к займам, у Банка Японии для городских банков обязательные резервные нормы не играли особенно большой роли. Сами эти нормы долгое время были весьма незначительными, введенные в 1959 г., они никогда не превышали 4% размера средств на депозитах даже для крупнейших банков (в США около 20%).

Изменения последних лет не привели к сколько-нибудь существенному повышению роли обязательных резервных норм, сегодня они используются лишь в качестве вспомогательного элемента монетарной политики [5].

Интересен опыт и Франции. Вступление Франции в ЕЭС в 1957 г., а также стремление развивать рыночные механизмы, постепенно изменили условия проведения монетарной политики. И в связи с этим в 1967 г. был предложен новый ее элемент, влияющий на объем банковской ликвидности в стране – это обязательные резервы.

Создание обязательных резервов, отразило стремление вооружить монетарные власти действенным инструментом влияния на банковскую ликвидность, близким по своему характеру к элементам, используемым в англо-саксонских странах для воздействия на объем кредитов. Но сохранение

денежного равновесия посредством использования данного элемента монетарной политики стало более затруднительным в 1979-1982 гг., так как ускорился рост кредитов и еще более усугубился бюджетный дефицит. Поэтому даже модификация норм обязательных резервов на депозиты и на кредиты во избежание слишком быстрого понижения стоимости кредитов не спасло положение дел в экономике Франции, и с 1985 г. элемент обязательного резервирования остался в арсенале монетарной политики Франции, но лишь в качестве меры предосторожности, а не основного средства воздействия [3].

В Германии же политика обязательных резервов возникла еще до второй мировой войны – в 1934 г., но начала применяться лишь с 1948 г., с учреждением Банка Немецких земель. Принципиально, все кредитные институты в Германии обязаны были содержать минимальные резервы, размер отчислений в которые зависел не только от типа банка, но и от размера его пассивов.

С исчезновением обязанности интервенций после падения системы Бреттон Вудса в 1973 г. обязательные резервы значительно потеряли свое значение политического инструмента. Далее Федеральный банк Германии перешел к тому, чтобы использовать для управления ликвидностью банков только более гибкие элементы. Кроме того, изменение ставок обязательного резервирования часто вызывает мощные сигналы в экономике, которые не всегда желательны.

В настоящее время основное значение этого элемента денежной политики состоит в том, чтобы обозначить «политические рамочные условия» для применения основных элементов монетарной политики [14].

Следующим элементом монетарной политики, возникшим после политики обязательных резервов, является политика рефинансирования. Она означает использование учетной ставки (ставки рефинансирования) по краткосрочным ссудам, которые ЦБ предоставляет коммерческим банкам в процессе рефинансирования. Эффективность данной политики определялась развитостью кредитно-денежного обращения в стране. Учетная ставка начала

использоваться в конце XIX – начале XXв. в Англии, с ее помощью тогда удавалось привлечь в страну заграничные блуждающие капиталы, приостановить отток золота из страны [16]. Но, как инструмент политики рефинансирования в тот период она еще не использовалась. Лишь с образованием ФРС США в 1913 г., она стала использоваться как основной инструмент монетарной политики в процессе осуществления политики рефинансирования, и в течение двух десятилетий после создания ФРС изменение учетной ставки было практически единственным инструментом монетарной политики. И представляло собой, по сути дела, - «цену» дополнительных резервов, предоставляемых ФРС коммерческим банкам [23].

Почти до 1932 г. займы коммерческим банкам предоставлялись лишь под залог обязательств правительства США и так называемых «первоклассных векселей». Лишь в 1932 г. ФРС было предоставлено право выдавать ссуды под любое обеспечение, какое федеральный резервный банк сочтет удовлетворительным, но формально, если обеспечение не отвечало требованиям к первоклассным ценным бумагам, то ФРС обязана была взимать дополнительную плату не менее чем 0,5% от суммы займа. Данный механизм эффективно использовался вплоть до 1980 г., т.к. являлся более гибким элементом монетарной политики в сравнении с обязательным резервированием, в этот период он выполнял три взаимосвязанные функции:

- содействовал приспособлению кредитной системы к потребностям экономического развития;
- являлся инструментом воздействия ФРС на кредитную деятельность;
- способствовал более активному использованию других инструментов монетарной политики.

С начала 90-х годов элемент политики рефинансирования в монетарной политике США стал играть менее значимую роль, уступив свое первенство более гибкому элементу [17].

Возникнув в Англии, учетная ставка стала использоваться как основной инструмент политики рефинансирования лишь с 1956 г. Механизм проведения

политики рефинансирования в Англии заключался в форме учета соответствующих первоклассных векселей и выдачи авансов под залог ценных бумаг производимом Банком Англии через учетные дома. Подобный двухступенчатый механизм имел определенное преимущество по сравнению с другими западными странами. Учетные дома предварительно распределяли ресурсы рынка и лишь затем, на недостающую сумму, обращались за средствами к центральному банку, и он выступал в роли «кредитора последней инстанции» для учетных домов. Размер же учетной ставки пассивно следовал за рыночными тенденциями. Однако в отдельных случаях Банк Англии брал на себя инициативу в изменении учетной ставки, устанавливая свою ставку независимо от формулы, по которой она обычно рассчитывалась. Но с 1985 г., чтобы усилить рыночный механизм на основе формирования спроса и предложения на рыночные ресурсы в стране, учетная ставка была ориентирована на рынок, но в дальнейшем эффект от ее использования еще больше уменьшился. И с 1988 г. политика рефинансирования перестала являться одним из основных элементов монетарной политики Англии [18].

Интересна форма рефинансирования, которая применялась с 1948 г. в Центральном банке Германии – авансы под залог ценных бумаг (ломбардные авансы). По существу это основное направление помощи центрального банка кредитным учреждениям. Используя полностью лимит по переучету, банк может привлечь дополнительные краткосрочные средства от центрального банка, но уже по более высокой ставке. Немецкий Федеральный банк определял размер ломбардного аванса, в каждом конкретном случае, исходя из требований монетарной политики. Целью рефинансирования банка являлось влияние на оборот денег и на кредитование [14].

Обратимся к опыту Франции. Политика рефинансирования во Франции начала использоваться лишь после второй мировой войны, и основывалась она в основном на установлении потолка для дисконтных ставок при учете частных векселей, в пределах которого банки могли рефинансироваться под фиксированный процент. В первые годы эта политика носила исключительно

жесткий характер, затем она значительно смягчилась в количественном плане вследствие изменения пределов ограничений, и имела она по своей сути основных два ограничения. Во-первых, исключались векселя, не относящиеся к первоклассным (т.е. соответствующим требованиям центрального банка). В ряде случаев для переучета требовалось предварительное согласие Банка Франции. Второе ограничение распространялось на среднесрочные векселя. Банк Франции требовал, чтобы часть среднесрочных кредитов на срок, превышающий два года, финансировалась самим банком.

Во Франции, к концу XX столетия, учетная ставка утратила свое практическое значение, превратившись в ставку – индикатор «потолка», к которой банковские ставки стремились, но на которой они не основывались [3].

В Японии политика рефинансирования стала применяться с 1972 г., но говорить о функционировании данной политики в Японии в том же направлении, что и в других развитых капиталистических странах будет неправильно. Незрелость рынка ссудных капиталов и нежелание правящих кругов Японии отказаться от занижения процента из опасений надолго затормозить экономический рост не оставляли Банку Японии иного выбора, кроме как предоставлять ликвидные средства городским банкам всякий раз, когда в этом возникала потребность. Сказанное не означает, что Банк Японии не пытался вообще контролировать размеры своих кредитов городским банкам. Этот контроль осуществлялся путем введения некоторых неценовых санкций по отношению к банкам, слишком активно прибегавшим к займам у центрального банка. По мере увеличения предоставления своих кредитов каждому отдельному городскому банку Банк Японии ужесточал контроль над его повседневной деятельностью, учащая ревизии финансовых документов и фондо обеспеченности. Для неисправимого заемщика, таким образом, резко возрастали издержки надзора. Но данная политика рефинансирования и в Японии, как и в других странах к середине 90-х годов XX столетия была вытеснена политикой Банка Японии на открытом рынке [5].

Следующим элементом монетарной политики, возникшим после политики рефинансирования, является политика открытого рынка. Своему зарождению она обязана также США.

Право проведения операций открытого рынка было предоставлено ФРС еще Актом 1913 г., но он предусматривал лишь возможность для резервных банков пополнять свои активы в период, когда учетные операции находились на спаде и не приносили достаточных доходов. Фактически исходное законодательство о ФРС не предусматривало операции на открытом рынке как инструмент политики Центрального банка. «Лишь в 30-е годы операции на открытом рынке получили признание в качестве главного инструмента монетарной политики».

Первоначально этим операциям отводилась более чем скромная роль в деятельности ФРС, причем эта роль предполагалась как чисто подсобная, никоим образом не связанная с выполнением основных функций ФРС. Однако через несколько лет проведения операций ФРС на открытом рынке оказалось, что эти операции оказывают воздействие на состояние резервов банков и кредитную обстановку. С начала 20-х годов XX столетия происходит неуклонное увеличение роли операций на открытом рынке в деятельности ФРС. В 1922 г. был создан полуофициальный орган ФРС по проведению этих операций – Комитет по инвестициям на открытом рынке, который законами 1933 и 1935 гг. был «конституирован» как настоящий орган – Федеральный комитет по операциям на открытом рынке, значение которого в деятельности ФРС год от года возрастало [17].

Операции на открытом рынке являлись наиболее гибким и эффективным инструментом монетарной политики, они постоянно использовались ФРС в качестве главного оперативного средства регулирования рынка ссудных капиталов. В силу широкого воздействия на всю сферу денег и кредита они стали основой всей регулирующей стратегии ФРС.

Экономические эксперты ФРС в тот период времени отмечали, что проведение этих операций одновременно преследует две цели. Первая состоит

в том, чтобы способствовать устранению напряженности в денежном обращении, связанных с «сезонными, региональными или стихийными изменениями в движении денежных потоков». Вторая – это «главная – способствовать здоровому развитию экономики, характеризующемуся высокими, но устойчивыми темпами экономического роста, высоким уровнем занятости и приемлемой стабильностью цен».

Уже по окончании второй мировой войны основное место в операциях ФРС на открытом рынке начинают занимать операции с правительственными ценными бумагами и деятельность ФРС по «обслуживанию государственного долга» вырастает по своему значению до одного из важнейших направлений в деятельности ФРС. С конца 50-х – начала 60-х годов данные операции стали все более использоваться в качестве инструмента монетарной политики в области международных валютно-финансовых проблем США [4].

Политика открытого рынка является главным элементом монетарной политики США и сегодня, она обладает наиболее многоплановым воздействием на рынок ссудных капиталов, а через него в известной мере и на весь ход экономического развития в целом. В современных условиях эти операции проводятся в больших масштабах и поэтому накладывают существенный отпечаток на многие экономические процессы.

Обращаясь к опыту других стран, хотелось бы отметить, что и в Англии, и во Франции, и в Германии, и в Японии политика открытого рынка выступала в качестве наиболее действенного элемента, отличие заключалось лишь во времени обращения к ней. Так Банк Англии стал применять данную политику с 1969 года, Банк Франции – с 1975 года, Банк Германии – с 1955 года, а Банк Японии – с 1971 года. Это временное отличие связано с формированием рынка ценных бумаг в той или иной стране, и чем более был развит данный рынок, тем более эффективным становилось применение этой политики [16].

И последним, исторически возникшим элементом монетарной политики, является политика прямого лимитирования кредитов. Данная политика

отличалась от ранее рассмотренных элементов, т.к. она носила специальный или выборочный (selective) характер.

В качестве составной части антиинфляционной программы политика прямого лимитирования кредитов была введена в США в 1947 г. и была тесно связана с выборочными методами регулирования в специальных сферах кредита.

Банк Англии начал практиковать установление количественных лимитов на кредитование частного сектора для каждого банка с 1965г. В пределах этих лимитов (они получили название «кредитного потолка») конкуренция среди банков сдерживалась картельным соглашением, которое заключали между собой клиринговые банки. Кроме того, периодически Банк Англии «просил» банки ограничивать кредиты отдельным категориям заемщиков [8].

Во Франции же была предпринята попытка положить конец инфляционным процессам с помощью лимитирования кредитов в 1968 г., но она дала лишь временный эффект [9].

В Германии же в зависимости от требований денежной политики были применены переучетные лимиты с 1969 г. Несмотря на высокое значение, придаваемое Банком Германии политике лимитирования, она продолжительное время обладала очень ограниченным количественным значением, по крайней мере, с точки зрения ликвидности [14].

В Японии с начала 70-х годов XX столетия лимитировались лишь кредиты, предоставленные непосредственно государственному сектору на рынке ссудных капиталов. Однако общая ситуация избытка денежных капиталов расшатывала экономическую основу и возможности для селективного регулирования резко сокращались по всем направлениям [5].

Поэтому к концу 80-х годов XX столетия данные страны были вынуждены вообще отказаться от использования политики лимитирования, в связи с тем, что она являлась элементом временного действия, и способна была оказывать влияние на экономику лишь в очень короткие промежутки времени [16].

Итак, все рассмотренные выше элементы монетарной политики возникли не одновременно. Их возникновение и развитие происходило поэтапно, через возникновение и развитие самих инструментов монетарной политики. Но, возникнув, они продолжили свое развитие, поэтому и сегодня монетарная политика ориентируется на использовании большого разнообразия инструментов.

#### **1.2.4 Инструменты монетарной политики, используемые Банком России**

Центральный банк России реализует монетарную политику с помощью инструментов, которые закреплены за ним законодательно.

Инструментами монетарного регулирования являются те переменные, которые находятся в сфере прямого воздействия органов монетарного регулирования. Их величина может быть быстро скорректирована, и с ними тесно связаны целевые ориентиры монетарной политики.

Под инструментом монетарной политики понимают также и средство, способ воздействия Центрального банка как органа монетарного регулирования на объекты монетарной политики [10].

С правовой точки зрения в Федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» №86-ФЗ (ст. 35) содержится перечень основных инструментов и методов монетарной политики Банка России (таблица 6).

Процентная политика является одним из важнейших рыночных методов проведения монетарной политики, она заключается в установлении и периодическом пересмотре официальных базовых ставок Центрального банка, а также ставок по его основным операциям [10].

Таблица 6 – Основные инструменты и методы монетарной политики  
Банка России [21]

Название	Сущность
Процентные ставки по операциям Банка России	Ставки, по которым Банк России осуществляет кредитование кредитных организаций, а также депозитные и другие операции. Банк России использует процентную политику для воздействия на рыночные процентные ставки
Рефинансирование кредитных организаций	Процесс кредитования Банком России кредитных организаций. Служит для обеспечения достаточного равновесия между потребностями банков в ликвидности и требованиями контроля в денежно-кредитной сфере
Нормативы обязательных резервов, депонируемых в Банке России (резервные требования)	Обязательные резервы – это часть кредитных ресурсов кредитных организаций, содержащаяся по требованию центрального банка на открытом в нем беспроцентном резервном счёте. Резервные требования (норматив обязательных резервов, депонируемых в Банке России) – размер обязательных резервов в процентном отношении к резервируемым обязательствам кредитной организации, устанавливаемый Советом директоров Банка России. Предельный размер резервных требований по действующему законодательству не может превышать 20 % резервируемых обязательств кредитной организации. Данные средства могут быть использованы при ликвидации кредитных организаций для погашения обязательств перед вкладчиками и кредиторами и в некоторых других случаях
Операции на открытом рынке	1. купля-продажа Банком России казначейских векселей, государственных облигаций, прочих государственных ценных бумаг, облигаций Банка России, а также заключение договоров РЕПО с указанными ценными бумагами. 2. купля-продажа иных ценных бумаг, определённых решением Совета директоров, при условии их допуска к обращению на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, а также заключение договоров РЕПО с указанными ценными бумагами. При осуществлении Банком России операций на открытом рынке с акциями допускаются только заключение договоров РЕПО, а также реализация Банком России акций в связи с ненадлежащим исполнением контрагентом обязательств по договору РЕПО. Направлены на регулирование ликвидности банковской системы для достижения целей монетарной политики
Эмиссия облигаций Банка России (ОБР)	Является способом регулирования ликвидности кредитных организаций, поскольку ОБР размещаются и обращаются только среди кредитных организаций
Валютные интервенции	Купля-продажа Банком России иностранной валюты на валютном рынке для поддержания курса рубля и воздействия на суммарный спрос и предложение денег
Установление ориентиров роста денежной массы	Установление целевых ориентиров прироста денежной массы в обращении (на основе одного или нескольких денежных агрегатов) и денежной базы, а также показателей международных резервов
Прямые количественные ограничения	Установление лимитов на рефинансирование банков, проведение кредитными организациями отдельных банковских операций. Осуществляется в исключительных случаях и только после консультации с Правительством Российской Федерации

С помощью процентной политики Центральный банк получает  
ВОЗМОЖНОСТЬ:

- воздействовать на спрос и предложение на кредитном рынке путём изменения стоимости предоставляемых кредитов;

- регулировать уровень ликвидности кредитных организаций, их кредитную активность;

- регулировать объём денежной массы в стране;

- предоставлять кредитным институтам экстренную финансовую помощь.

В российской практике процентная политика представлена двумя направлениями:

- политика регулирования займов кредитных организаций у центрального банка;

- депозитная политика центрального банка.

В литературе, освещающей вопросы монетарной политики, процентную политику Центрального банка называют политикой учётной ставки или ключевой ставки и определяют:

- ключевая ставка – это процент, под который Центральный банк как кредитор последней инстанции предоставляет кредиты финансово устойчивым коммерческим банкам (она привязана к аукционной сделке РЕПО на срок 1 неделя);

- учётная ставка – процент, по которому Центральный банк учитывает векселя кредитных организаций, что является разновидностью их кредитования под залог ценных бумаг.

В настоящее время в нормативных актах Российской Федерации эти два понятия используются как синонимы.

Учётную ставку устанавливает Банк России. Определение размера учётной ставки – один из наиболее важных аспектов монетарной политики, а изменение учётной ставки выступает показателем изменений в области монетарного регулирования.

Ключевая ставка – важнейший ориентир для всех участников рынка, который характеризует цену денег Центрального банка. Если ключевая ставка снижается, значит, Центральный банк проводит политику дешёвых денег и

способствует росту денежной массы в обращении. Повышение ставки означает проведение рестрикционной политики.

Банк России устанавливает также процентные ставки по своим отдельным операциям: ломбардным кредитам, кредитам овернайт, депозитным операциям, операциям РЕПО, валютным Свопам.

Процентные ставки Центрального банка необязательны для кредитных организаций в сфере их кредитных отношений со своими клиентами и другими банками. Однако уровень официальной учётной ставки служит кредитным организациям ориентиром при проведении банковских операций.

Ключевая ставка применяется не только при осуществлении Банком России кредитования кредитных организаций. Согласно положениям действующего гражданского законодательства она используется для определения размера процентов, подлежащих уплате в случае неисполнения (ненадлежащего исполнения) должником своих обязательств, являясь, таким образом, «штрафной» ставкой [10].

Ключевая ставка Банка России впервые официально была заявлена как основной инструмент монетарной политики 13 сентября 2013 года. Тогда, на Совете директоров Банка России было введено новое макроэкономическое понятие – «ключевая ставка», а так же был изменён и подход к инструментам монетарной политики.

Именно 13 сентября 2013 года Совет директоров Центрального банка РФ принял историческое решение о реализации комплекса мер по совершенствованию инструментов монетарной политики в рамках перехода к режиму таргетирования инфляции.

В рамках новой монетарной политики Банка России можно выделить следующие нововведения:

- введение ключевой ставки путём унификации процентных ставок по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя;

- формирование коридора процентных ставок Банка России и оптимизацию системы инструментов по регулированию ликвидности банковского сектора.

Ключевая ставка ЦБ РФ - это ставка, устанавливаемая Банком России в целях оказания прямого или опосредованного воздействия на уровень процентных ставок, складывающихся в экономике страны, которое происходит через кредитование Банком России коммерческих банков. То есть, с помощью ключевой ставки происходит воздействие на экономику, с целью достижения планируемого уровня инфляции.

Регулирование ключевой ставки, как правило, и является основным инструментом монетарной политики Банка России. Последние изменения Банком России ключевой ставки представлены в таблице 7, а на рисунке 6 современный коридор процентных ставок Банка России.

Таблица 7 – Ключевая ставка ЦБ РФ [20]

Период действия	Ключевая ставка, %
С 18 сентября по 29 октября 2017 г.	8,50
С 30 октября по 17 декабря 2017 г.	8,25
С 18 декабря 2017 г. по 11 февраля 2018 г.	7,75
С 12 февраля по 25 марта 2018 г.	7,50
С 26 марта по 16 сентября 2018 г.	7,25
С 17 сентября 2018 г. по 16 декабря 2018 г.	7,50
С 17 декабря 2018 г.	7,75

Коридор процентных ставок Банка России

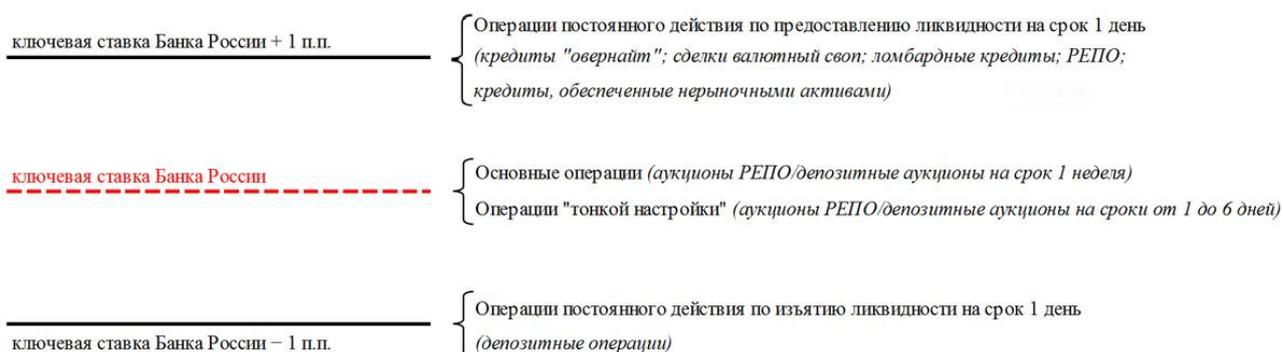


Рисунок 6 – Коридор процентных ставок Банка России

Ключевая ставка положена в основу осуществления депозитных операций. Депозитные операции Банка России являются также одним из

инструментов монетарной политики Банка России и применяются в целях регулирования ликвидности банковской системы путём предоставления кредитным организациям возможности разместить временно свободные денежные средства. Проведение Банком России депозитных операций в национальной валюте регламентировано Положением Банка России от 9 августа 2013 года № 404-П «О проведении Банком России депозитных операций с кредитными организациями».

Положение № 404-П устанавливает виды проводимых Банком России депозитных операций, состав кредитных организаций – контрагентов Банка России по депозитным операциям и требования к ним, состав и формы документов, оформляемых для участия в депозитных операциях, порядок исполнения сторонами обязательств по депозитным операциям [10].

В настоящее время в рамках системы инструментов Банка России в целях абсорбирования ликвидности банковского сектора предусмотрено проведение:

- депозитных операций по фиксированным процентным ставкам на стандартных условиях - в качестве операций постоянного действия по абсорбированию ликвидности - проводятся ежедневно;

- депозитных аукционов на срок «1 неделя» в соответствии с графиком проведения депозитных аукционов и на основании решения Банка России о проведении депозитного аукциона - в качестве основного инструмента абсорбирования ликвидности банковского сектора. При принятии Банком России соответствующего решения в понедельник, депозитный аукцион проводится во вторник. Способ проведения - «американский». Кредитная организация может подавать на аукцион как конкурентные, так и неконкурентные заявки. Максимальная доля неконкурентных заявок для одной кредитной организации в настоящее время установлена Банком России в размере 50%.

В случае необходимости в качестве инструмента «тонкой настройки» Банк России может оперативно проводить депозитные аукционы на сроки

от 1 до 6 дней. Проведение указанных аукционов осуществляется без предварительного составления графика.

В соответствии с Положением № 404-П, наряду с проведением процентных аукционов «американским» или «голландским» способами Банк России может проводить объемные депозитные аукционы.

При проведении депозитных операций предусмотрены следующие способы обмена документами между Банком России и кредитными организациями:

- с использованием программно-технических комплексов: Системы «Рейтерс-Дилинг» - кредитные организации направляют заявки путем указания их условий в тексте переговоров в уполномоченное подразделение Банка России. Системы электронных торгов ПАО Московская Биржа (далее — СЭТ ПАО Московская Биржа) - кредитные организации направляют заявки в виде электронных сообщений, содержащих реквизиты и соответствующие форматы, установленным Правилами ОАО Московская Биржа, в уполномоченное подразделение Банка России,

- прямой обмен документами: на бумажном носителе - кредитные организации направляют заявки в территориальные учреждения Банка России по месту открытия основного счета, через который будут осуществляться расчеты по депозитной операции. В электронном виде - кредитные организации направляют заявки в уполномоченное подразделение Банка России в формате, установленном Банком России в Альбоме унифицированных форматов электронных банковских сообщений. Но, в рамках трансформации современной российской экономики в цифровую экономику, в последнее время предпочтение отдается электронному виду обмена документов [20].

Банк России проводит депозитные операции постоянного действия (таблице 8).

Таблица 8 - Ставки по депозитным операциям постоянного действия на 14.01.2019, % годовых

Овернайт	6,75
----------	------

Банк России, являясь кредитором последней инстанции, организует систему рефинансирования (кредитования) кредитных организаций, в том числе:

- устанавливает порядок и условия рефинансирования;
- осуществляет операции рефинансирования кредитных организаций.

Таблица 9 - Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности [20]

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Нормативный документ
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	Положение № 236-П
		Ломбардные кредиты			Положение № 236-П
		Сделки «валютный своп»			Положение № 236-П
		Операции репо			Указание 2936-У
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами			Положение 312-П
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно	Положение 312-П
			18 месяцев	Нерегулярно	
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	Указание 2936-У
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно	Указание 2936-У
		Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней		Положение № 236-П
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней		Положение 404-П
			1 неделя	Еженедельно	Положение 404-П
		Аукционы по размещению и доразмещению ОБР	3 месяца	Нерегулярно	Федеральные законы №39-ФЗ; № 86-ФЗ № 395-1 ФЗ
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день	Нерегулярно	Положение 404-П

Современное значение рефинансирования заключается в регулировании ликвидности банковской системы, обеспечении права кредитных организаций

при недостатке средств для осуществления кредитования клиентов и выполнении принятых на себя обязательств обращаться за получением кредитов в Банк России на определяемых им условиях.

Основные операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности представлены в таблице 9, а объемы операций кредитования в таблице 10.

В настоящее время Банком России обеспечена возможность получения кредитными организациями кредитов овернайт Банка России на их корреспондентские счета или корреспондентские субсчета, открытые в подразделениях расчетной сети Банка России, осуществляющих электронную обработку платежей.

Таблица 10 - Объемы операций кредитования Банка России за 2018 г., в млн р.

Месяц/год	Объем предоставленных внутрисуточных кредитов	Объем предоставленных кредитов овернайт	Объем предоставленных ломбардных кредитов	Объем предоставленных кредитов, обеспеченных активами или поручительствами
1	2	3	4	5
Январь	5 331 032,19	15 390,16	6,00	93 043,25
Февраль	6 396 008,40	15 033,29	-	106 514,33
Март	5 452 595,61	11 292,85	200,00	34 105,28
Апрель	5 823 844,21	35 474,71	350,00	33 354,85
Май	3 967 987,93	24 850,32	-	13 625,50
Июнь	4 209 711,28	45 230,50	700,00	7 342,84
Июль	7 095 619,72	37 729,55	50,00	541 223,06
Август	4 704 115,39	25 531,30	-	912 445,62
Сентябрь	520 952,23	8 493,48	462,00	7 153 221,38
ИТОГО ЗА 2018 г.	49 501 866,96	219 026,16	1 768,00	8 894 876,11

Ломбардные кредиты Банка России могут предоставляться на фиксированных условиях на любые банковские счета (корреспондентский счет и (или) корреспондентские субсчета) кредитной организации, открытые

во всех территориальных учреждениях Банка России или в уполномоченных РНКО (расчётная небанковская кредитная организация).

Для получения ломбардных кредитов на корреспондентский счет, открытый в уполномоченной РНКО, кредитные организации подают заявления на получение ломбардного кредита по фиксированной процентной ставке с использованием Системы электронных торгов ПАО Московская Биржа в соответствии с Правилами заключения Банком России сделок с кредитными организациями с использованием Системы электронных торгов ПАО Московская Биржа при проведении Банком России как депозитных, так и кредитных операций [10].

Обеспечением по кредитам овернайт и ломбардным кредитам служит залог (блокировка) ценных бумаг.

Перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России, обеспеченным залогом (блокировкой) ценных бумаг включаются выпуски ценных бумаг, отвечающие следующим требованиям:

- выпуск включен в Ломбардный список Банка России;
- по выпуску установлен поправочный коэффициент Банка России, применяемый для расчета стоимости ценных бумаг, принимаемых в обеспечение кредитов Банка России;
- выпуск допущен к обращению на ЗАО «ФБ ММВБ» или на фондовой бирже, действующей на территории Российской Федерации, на которой Банк России выступает участником торгов;
- до погашения выпуска осталось не менее 7 рабочих дней.

Обеспечение ломбардного кредита или кредита овернайт считается достаточным, если в день выдачи кредита рыночная стоимость ценных бумаг всех выпусков, входящих в залоговый портфель, с учетом поправочных коэффициентов Банка России, равна либо превышает сумму испрашиваемого кредита и процентов за предполагаемый период пользования кредитом Банка России [10].

Для обеспечения возможности получения в Банке России кредитов овернайт или ломбардных кредитов кредитной организации надлежит заключить с Банком России Генеральный кредитный договор на предоставление кредитов Банка России.

В данном договоре кредитная организация может предусмотреть получение следующих видов кредитов: (1) внутрисдневные кредиты и кредиты овернайт; (2) кредиты по фиксированной процентной ставке.

Внутрисдневные кредиты и кредиты овернайт по своей сути аналогичны таким же видам кредитов Банка России, предоставляемых в соответствии с иными механизмами рефинансирования (кредитования).

Предоставление кредитов по фиксированной процентной ставке осуществляется в день обращения кредитной организации в Банк России с заявлением на получение кредита Банка России по фиксированной процентной ставке (T+0).

В дополнение к стандартным механизмам рефинансирования Банк России использует специализированные механизмы рефинансирования:

1) механизм рефинансирования кредитов, обеспеченных договорами страхования АО «ЭКСПАР»;

2) механизм рефинансирования кредитов, обеспеченных государственными гарантиями Российской Федерации;

3) механизм рефинансирования кредитов, обеспеченных залогом облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов и включенных в Ломбардный список Банка России;

4) механизм рефинансирования кредитов, обеспеченных правами требования по кредитным договорам АО «МСП Банк»;

5) механизм рефинансирования кредитов, обеспеченных поручительствами АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданных в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства;

б) механизм рефинансирования кредитов, обеспеченных правами требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям;

7) механизм предоставления кредитов Банка России, обеспеченных залладными, выданными в рамках программы «Военная ипотека».

Следующим инструментом монетарной политики Банка России являются обязательные резервы.

Обязательные резервы (резервные требования) используются Банком России:

- для поддержания на определенном уровне денежной массы в обращении, исходя из задач утверждённой на очередной период (трёхлетний) монетарной политики государства;

- регулирования общей ликвидности банковской системы;

- обеспечения обязательств кредитных организаций по депозитам их клиентов, т.е. как элемент конкурсной массы в случае ликвидации банка по причине банкротства [21].

Обязательные резервы выполняют две функции:

- создают условия для текущего регулирования банковской ликвидности (представляют собой инструмент жёсткого прямого регулирования);

- являются ограничителем кредитной эмиссии.

Для определения суммы резервных требований, подлежащих обязательному депонированию на отдельном счёте Банка России, как раз и используется норматив обязательных резервов. Он представляет собой установленное в законодательном порядке процентное отношение суммы минимальных резервов к объёму привлечённых коммерческими банками средств. Нормы обязательных резервов устанавливаются Банком России на определённый период времени и могут периодически пересматриваться, но они не должны превышать 20% обязательств кредитных организаций и не могут одновременно быть изменены более чем на пять процентных пунктов [24].

В результате повышения нормативной величины обязательных резервов понижаются суммы свободных денежных средств, находящихся в

распоряжении кредитных организаций и используемых для расширения активных операций. В результате снижения нормативной величины обязательных резервов увеличивается возможность кредитования.

Для определения размера обязательных резервов банка, подлежащих депонированию на отдельном счёте в Банке России, в первую очередь необходимо определиться с базой резервируемых обязательств. Резервируемые обязательства - обязательства кредитной организации в валюте Российской Федерации и иностранной валюте, состав которых определен в главе 2 Положения Банка России от 1 декабря 2015 года № 507-П (последнее изменение величины обязательных резервных требований в зависимости от вида лицензии представлены в таблице 11) [10].

Таблица 11 - Нормативы обязательных резервов кредитных организаций (с 1 августа 2018 г.) [21]

Вид обязательств	Значения
Для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций	
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	5,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации	
Перед юридическими лицами-нерезидентами в валюте Российской Федерации	
Перед физическими лицами в иностранной валюте	7,00
Перед юридическими лицами-нерезидентами в иностранной валюте	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте	
Для банков с базовой лицензией	
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	1,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации	
Перед юридическими лицами-нерезидентами в валюте Российской Федерации	5,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте	7,00
Перед юридическими лицами-нерезидентами в иностранной валюте	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте	

Обязательства, исключаемые из состава резервируемых обязательств (не включаемые в состав резервируемых обязательств):

а) обязательства по субординированным кредитам (депозитам, займам, облигационным займам), удовлетворяющим условиям, установленным Положением Банка России от 4 июля 2018 года № 646-П «Положение

о методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III»)).

б) обязательства по размещенным кредитной организацией – эмитентом облигациям со сроком погашения не менее трех лет, решение о выпуске которых не содержит условий о досрочном погашении (частичном погашении) или приобретении (частичном приобретении) облигаций кредитной организацией – эмитентом в течение трех лет по требованию владельцев облигаций или по инициативе кредитной организации – эмитента либо предусматривает досрочное погашение облигаций путем их конвертации в акции.

в) денежные средства, привлеченные кредитной организацией на срок не менее трех лет от юридических лиц – резидентов и нерезидентов в рамках размещения указанными юридическими лицами облигаций в интересах кредитной организации в соответствии с договорами, не содержащими условия о досрочном (ранее трех лет) расторжении договора и (или) досрочном (ранее трех лет) возврате денежных средств по инициативе указанных юридических лиц (в том числе в связи с реализацией владельцами облигаций права требования досрочного погашения облигаций) или кредитной организации.

Кредитная организация вправе исключать обязательства, указанные в пунктах б) и в) настоящего подраздела.

При этом:

- при досрочном (ранее трех лет) погашении (частичном погашении) облигаций (за исключением досрочного погашения облигаций путем их конвертации в акции) или приобретении (частичном приобретении) облигаций, указанных в пункте б) настоящего подраздела, остаток отдельного лицевого счета по учету размещенных облигаций подлежит включению в расчет, начиная с отчетного периода, в котором произошло событие, позволяющее сделать вывод о досрочном погашении (частичном погашении) или приобретении (частичном приобретении) облигаций соответствующего выпуска;

- при досрочном (ранее трех лет) расторжении договора или досрочном (ранее трех лет) возврате (частичном возврате) денежных средств по договору, указанных в пункте в) настоящего подраздела, остаток средств по этому договору подлежит включению в расчет, начиная с отчетного периода, в котором произошло событие, позволяющее сделать вывод о досрочном (ранее трех лет) расторжении договора и (или) досрочном (ранее трех лет) возврате (частичном возврате) денежных средств по договору.

г) обязательства, выраженные в не денежной форме (в драгоценных металлах и природных драгоценных камнях в их физической форме, в форме займа ценных бумаг).

д) обязательства перед другой кредитной организацией, зарегистрированной в установленном порядке и действующей на основании выданной Банком России лицензии на осуществление банковских операций (за исключением обязательств перед кредитной организацией, выступающей в качестве доверительного управляющего), обязательства перед международной финансовой организацией, осуществляющей свою деятельность на основе международного договора (соглашения) о ее создании с участием Российской Федерации, перед государственной корпорацией «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк), перед Банком России, возникающие в результате заключения договоров (за исключением обязательств по выпущенным долговым ценным бумагам и процентам по ним), а также обязательства перед государственной корпорацией «Агентство по страхованию вкладов» (далее – АСВ) и (или) обязательства перед инвесторами, не являющимися кредитными организациями, возникшие в рамках оказания финансовой помощи по планам участия АСВ в осуществлении мер по предупреждению банкротства банка.

е) задолженность, возникающая между обособленными подразделениями кредитной организации [10].

Сумма обязательств кредитной организации по выпущенным долговым ценным бумагам включается в состав резервируемых обязательств за минусом

суммы обязательств кредитной организации, рассчитываемой путем применения кредитной организацией корректировочного коэффициента к сумме обязательств кредитной организации по выпущенным долговым ценным бумагам, и рассчитывается по следующей формуле:

$$\sum_{РОЦБ} = \sum_{ОЦБ} - (\sum_{ОЦБ} * K_{КОР}), \quad (2)$$

где

$\sum_{РОЦБ}$  — сумма резервируемых обязательств кредитной организации по выпущенным долговым ценным бумагам,

$\sum_{ОЦБ}$  — сумма обязательств кредитной организации по выпущенным долговым ценным бумагам,

$K_{КОР}$  — корректировочный коэффициент [21].

Корректировочный коэффициент — числовой множитель, значение которого находится в интервале от 0 до 1, устанавливаемый Советом директоров Банка России в целях определения суммы обязательств кредитной организации перед другими кредитными организациями-резидентами по выпущенным долговым ценным бумагам, подлежащих исключению из состава резервируемых обязательств (информация о нем публикуется в «Вестнике Банка России»).

Величина обязательных резервов по обязательствам в валюте Российской Федерации уменьшается на величину денежных средств в рублях в кассе кредитной организации в размере, не превышающем 25 процентов величины обязательных резервов по обязательствам в валюте Российской Федерации.

Расчет размера обязательных резервов составляется за отчетный период с 1 числа отчетного месяца по 1 число месяца, следующего за отчетным месяцем, включительно.

Кредитная организация осуществляет депонирование обязательных резервов в Банке России денежными средствами в валюте Российской Федерации:

- путем их перевода на счет (счета) для хранения обязательных резервов, открытый (открытые) в Банке России отдельно по обязательствам в валюте Российской Федерации и по обязательствам в иностранной валюте, в безналичном порядке;

- путем выполнения обязанности по усреднению обязательных резервов, то есть поддержания усредненной величины обязательных резервов на корреспондентском счете и корреспондентском субсчете (корреспондентских субсчетах), открытых в Банке России в валюте Российской Федерации (далее при совместном упоминании – корреспондентские счета), а также в установленных случаях на корреспондентских счетах и счете по учету обязательных резервов, депонированных в Банке России при невыполнении обязанности по усреднению, открытом независимо от вида валюты резервируемых обязательств.

Проценты по этим счетам Банком России не начисляются [10].

Порядок регулирования размера обязательных резервов. Регулирование размера обязательных резервов осуществляется Банком России (уполномоченным учреждением Банка России) по месту обслуживания головного офиса кредитной организации ежемесячно в течение трех рабочих дней, начиная со дня представления расчета, установленного Банком России.

Срок представления кредитными организациями Расчета - 10-й рабочий день месяца следующего за отчетным.

Может проводиться внеочередное регулирование размера обязательных резервов кредитной организации:

- на основании решения Совета директоров Банка России;
- по решению уполномоченного учреждения Банка России по просьбе кредитной организации при снижении объема резервируемых обязательств в размере 10 и более процентов от валюты бухгалтерского баланса кредитной организации, составленного на первое число текущего месяца (по просьбе кредитной организации).

В целях оперативного регулирования текущей ликвидности кредитных организаций Банком России предусмотрен специальный механизм усреднения величины обязательных резервов. Суть его состоит в том, что в счёт выполнения обязательных резервов принимается усреднённый остаток денежных средств на корреспондентском счёте банка в Банке России. Коэффициент усреднения обязательных резервов представлен в таблице 12, а стоимостное значение обязательных резервов кредитных организаций за 2017-2018 гг. на рисунке 7.

Таблица 12 – Коэффициент усреднения обязательных резервов

Вид кредитных организаций	
Для банков с универсальной лицензией, с базовой лицензией	0,8
Для небанковских кредитных организаций	1,0

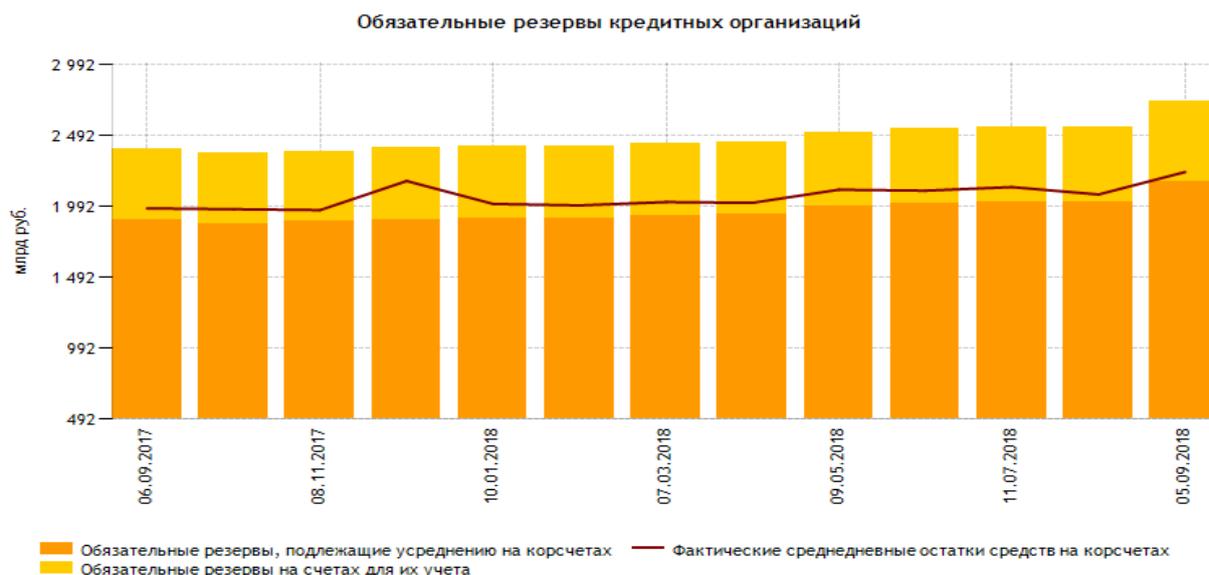


Рисунок 7 – Обязательные резервы кредитных организаций

Выполнение кредитной организацией обязательных резервных требований является одним из критериев допуска кредитной организации к операциям монетарной политики Банка России (операциям рефинансирования (кредитования) кредитных организаций, депозитным операциям, операциям прямого РЕПО, обратного РЕПО, операциям «валютный своп», другим операциям Банка России).

Операции центрального банка на открытом рынке в настоящее время являются в мировой экономической практике основным инструментом монетарной политики, используются они и Банком России.

К операциям на открытом рынке относятся купля или продажа ценных бумаг центральным банком с целью оказания влияния на ликвидность банковской системы, объём денежной массы в обращении. Открытый рынок - это часть финансового рынка, на котором центральный банк осуществляет операции с теми или иными ценными бумагами. Механизм операций на открытом рынке несложен, что делает его привлекательным. Эти операции можно вести постоянно и в любых масштабах.

Сущность этого инструмента состоит в следующем: покупая ценные бумаги за свой счёт, центральный банк увеличивает количество денег в обращении и ликвидность банков, т.е. проводит экспансионистскую политику. У банков появляется возможность кредитования предприятий и населения, что снижает рост безработицы, но может спровоцировать рост цен, появление «лишних» денег [2].

В этом случае центральный банк проводит обратную операцию - по изъятию лишней денежной массы путём продажи как государственных, так и собственных облигаций. Тем самым резервы банков сокращаются, снижаются возможности кредитования клиентов, кредит дорожает, стимулируется понижение цен (политика рестрикции).

Наибольшее значение для достижения целей монетарной политики имеют такие виды операций на открытом рынке, как операции РЕПО, которые были введены еще с 1996 года и с тех пор постоянно совершенствовались, и облигации Банка России.

Сделка РЕПО (repurchase agreement) - двусторонняя сделка по продаже (1-я часть РЕПО) (покупке) ценных бумаг с обязательством обратной покупки (продажи) ценных бумаг того же выпуска, в том же количестве (2-я часть сделки РЕПО) через определённый срок и по определённой цене (согласно условиям такой сделки).

В том случае, если инициатором сделки, т.е. первоначальным продавцом ценных бумаг, является банк, а покупателем – Банк России, имеет место сделка, называемая «прямое РЕПО».

Когда же первоначальным продавцом является Банк России, то это «обратное РЕПО». В момент осуществления 1-й части такой сделки, т.е., продавая ценные бумаги, Банк России абсорбирует избыточную ликвидность на строго установленный сделкой срок. Осуществляя по истечении этого срока 2-ю часть сделки, т.е., выкупая ценные бумаги по более высокой цене, он производит операцию по увеличению текущей ликвидности.

Срок РЕПО может составлять от 1 дня до года. Сделки прямого РЕПО совершаются Банком России в форме аукциона заявок на заключение сделок прямого РЕПО и (или) в форме торгов по заключению сделок прямого РЕПО на условиях фиксированной ставки прямого РЕПО, устанавливаемой Банком России.

Операции РЕПО являются одним из наиболее гибких и практически безрисковых инструментов, носящих рыночный характер. Являясь одним из базовых механизмов управления ликвидностью банковской системы, операции РЕПО в зависимости от ситуации могут использоваться как для повышения ликвидности, так и для стерилизации избыточной ликвидности путём предоставления альтернативной возможности вложения свободных денежных средств [10].

К числу операций на открытом рынке относятся также эмиссия облигаций Банка России и краткосрочные операции с указанными ценными бумагами.

Осуществлять от своего имени эмиссию облигаций Банк России может только в целях реализации монетарной политики.

Размещение облигаций Банка России производится только среди российских кредитных организаций в порядке, устанавливаемом Комитетом Банка России по денежно-кредитной политике в соответствии с утверждённым

Советом директоров Банка России решением о выпуске облигаций Банка России (в том числе в форме аукциона).

Центральный банк Российской Федерации приступил к эмиссии краткосрочных бескупонных облигаций Банка России (ОБР) после кризиса 1998 г. Они сыграли значительную роль не только как инструмент управления банковской ликвидностью, но и как средство обеспечения непрерывности торговли ценными бумагами на организованном рынке [21].

Операции Банка России на открытом рынке обеспечивают быстрое и крупномасштабное воздействие на денежный рынок, банковский кредит, а через них – на экономику.

Используя операции на открытом рынке, привлечение средств в депозиты и выдачу ломбардных кредитов, Банк России в принципе способен самостоятельно определять лимиты данных операций. Это позволяет ему оперативно и в необходимом объёме воздействовать на показатели денежной массы.

Кроме перечисленных инструментов монетарной политики центральный банк использует и нетрадиционные:

- ориентиры роста денежной массы;
- валютное регулирование.

Управление наличной денежной массой – регулирование обращения наличных денег, эмиссия, организация их обращения и изъятие из обращения.

Валютное регулирование – управление валютными потоками и внешними платежами, формирование валютного курса национальной денежной единицы.

Банк России использует валютные интервенции для того, чтобы максимально приблизить курс национальной валюты к его покупательной способности и в то же время найти компромисс между интересами экспортеров и импортеров [11].

Для повышения курса национальной валюты центральный банк продает иностранную валюту, для снижения - скупает её в обмен на национальную валюту. В некотором занижении курса национальной валюты заинтересованы

фирмы-экспортеры, они обеспечивают основную часть поступающей выручки. В некотором завышении курса национальной валюты заинтересованы предприятия, получающие сырье, материалы, комплектующие из-за рубежа, а также предприятия, выпускающие продукцию, неконкурентоспособную по сравнению с иностранной. Но в связи с тем, что с 5 ноября 2014 года Банк России перешел к плавающему курсу рубля, активность валютных интервенций заметно снизилась [13].

В целях корректировки уровня текущей рублевой ликвидности Банк России проводит и операции «валютный своп».

Условия проведения операций по предоставлению иностранной валюты Банком России представлены в таблице 13.

Таблица 13 – Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR, процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп», % годовых (с 23.12.2016)
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00
	28 дней		
	12 месяцев		
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25
	365 дней		3,25
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50

В современных экономических условиях стабильность национальной валюты достигается лишь тогда, когда обеспечение экономики деньгами имеет ограничения, поэтому центральные банки разрабатывают способы управления денежным предложением, с помощью которых дозируется рост денежной массы.

Удерживая под контролем денежную эмиссию, центральный банк достигает намеченных целей в регулировании инфляции.

Сложность определения денежной массы состоит в том, что центральный банк должен иметь надежную информацию о прогнозе динамики ВВП и цен. Необходимо, чтобы продукты были проданы, и выручка поступила на счёт продавца.

Низкий уровень монетизации приводит, как правило, к появлению в обороте денежных суррогатов, расширению встречного товарообмена, а чрезмерно высокий – к инфляции, что наблюдалось в России в 90-е годы XX столетия [24].



Рисунок 8 - Механизм действия монетарной политики

Но сегодня Банк России в процессе реализации своей деятельности как органа монетарного регулирования осуществляет комплексное использование инструментов монетарной политики как неотъемлемой части его механизма, это может быть представлено следующей схемой (рисунок 8).

Воздействие центрального банка на денежную массу осуществляется путём проведения процентной политики и политики ликвидности. Процентная политика предполагает установление ключевой ставки, учётной ставки и других ставок по операциям центрального банка. Политика ликвидности означает использование ряда инструментов монетарной политики (обязательных резервов, рефинансирования, операций на открытом рынке и др.) с целью воздействия на ликвидность банковской системы [10].

Устанавливая процентные ставки, центральный банк регулирует спрос на кредиты: чем выше уровень ставок, тем меньше кредитов берут банки второго уровня. При использовании таких инструментов монетарного регулирования, как рефинансирование, минимальные резервы, валютные интервенции, центральный банк уменьшает или увеличивает ликвидность банков, то есть их возможности выдавать кредиты экономике. Таким образом, состояние ликвидности кредитных институтов непосредственно влияет на предложение кредитов экономике. В свою очередь спрос на кредиты и их предложение определяют объём кредитования предприятий реального сектора. Прямая зависимость существует между объёмом кредитования и величиной денежной массы в обращении. Наконец, от объёма денежной массы в обращении и совокупного объёма предложения на рынке товаров и услуг зависит уровень цен. Представленная выше схема иллюстрирует воздействие инструментов монетарного регулирования не только на объём денежной массы, но и на важнейший макроэкономический показатель – уровень цен.

Инструменты монетарного регулирования имеют определённые критерии эффективности:

- гибкость инструмента регулирования (возможность маневра при осуществлении регулирования);

- возвратность действия инструмента (возможность проведения обратной операции);
- соответствие получаемых результатов намеченным целям;
- скорость действия [11].

Сравнение инструментов по этим параметрам показывает, что лучшие характеристики имеют инструменты косвенного воздействия. Практически всем критериям эффективности отвечают операции на открытом рынке: они могут легко корректироваться по объёму проводимых операций и позволяют добиваться требуемой по масштабам реакции рынка; возможно их проведение в виде обратных операций; они обеспечивают скорость действия при определённой технической оснащённости денежного рынка.

Выбор центральным банком конкретных инструментов монетарного регулирования осуществляется с учетом особенностей национальной кредитной системы, в частности, положения в ней банков, развитости инструментов денежного и кредитного рынка и других факторов.

В банковском законодательстве России юридически закреплён переход от чисто административных к экономическим методам регулирования, а в соответствии с этим и от административных к экономическим инструментам [11].

Установлены следующие принципы взаимоотношений Центрального банка с банками второго уровня:

- Банк России не имеет права вмешиваться в их текущую деятельность;
- его функции ограничиваются пределами соответствующих законов и направлены на поддержание стабильности денежно-кредитной системы, защиту интересов вкладчиков и кредиторов [10].

В целях координации использования инструментов монетарного регулирования и текущего контроля над реализацией стратегии монетарной политики в Банке России создан Департамент, который ежеквартально публикует доклад о денежно-кредитной политике.

## **1.2.5 Инструменты монетарной политики, используемые в западных странах**

Центральные банки иностранных государств также являются активными проводниками монетарной политики, но каждая из стран и соответственно каждый из Центральных банков имеют свою специфику. Рассмотрим особенности функционирования Федеральной Резервной Системы (ФРС) США при осуществлении ей монетарной политики.

Так, ФРС США в области монетарной политики ориентирует свою деятельность на решение двуединой задачи:

- обеспечение максимально возможной занятости;
- поддержание ценовой стабильности.

Для решения данной задачи ФРС США использует следующие инструменты монетарной политики:

- ставку по федеральным фондам;
- операции на открытом рынке;
- дисконтную ставку;
- резервные требования.

Ставка по федеральным фондам – это процентная ставка, под которую банки кредитуют друг друга на один день (overnight).

Операции на открытом рынке представляют собой покупку и продажу ФРС ценных бумаг, выпущенных Правительством США, таких как казначейские векселя и др.

Дисконтная ставка – это ставка, под которую ФРС одалживает деньги коммерческим банкам и другим депозитным учреждениям.

Резервные требования – это минимальная сумма денег, которую депозитное учреждение должно хранить в ФРС, чтобы покрывать свои обязательства по депозитам перед клиентами, но в последнее время данный инструмент потерял свою активность.

Обращение к «дисконтному окну» свидетельствует о том, что банк не может про кредитоваться в другом месте, и обращается к ФРС как «кредитору последней инстанции», что свидетельствует о его финансовых затруднениях. Поэтому в США банки с большой неохотой пользуются данным видом кредита.

Дисконтную ставку устанавливает ФРС, и ее часто путают корреспонденты и аналитики со ставкой на федеральные фонды. В последнее время ФРС держит учетную ставку выше FFR, чтобы с одной стороны, стимулировать торги на федеральные фонды как основной инструмент монетарной политики, а с другой - оставаться на рынке в качестве кредитора последней инстанции.

Ставка по федеральным фондам и операции ФРС на открытом рынке являются главными инструментами регулирования предложения денег в экономике США.

В структуре ФРС Федеральный комитет по открытым рынкам (FOMC) ответственен за проведение операций с ценными бумагами на рынках, тогда как в ведении Совета управляющих (Board of Governors) находятся процентные ставки и резервные требования [12].

До недавнего времени монетарная политика испытывала большие ограничения от того факта, что номинальную процентную ставку нельзя было понизить ниже нуля, но как показала практика в XXI веке многие европейские, а также и другие государства стали применять при реализации монетарной политики отрицательные процентные ставки, но в итоге это не так положительно повлияло на экономики соответствующих стран.

В период финансового кризиса 2007-2009 гг. монетарная политика Центральными банками многих государств претерпела значительные изменения. Если первоначально, в условиях относительной стабильности приоритет отдавался поддержанию ликвидности банковского сектора на стабильном уровне и корректировке целевой процентной ставки на межбанковском рынке краткосрочных заимствований и именно целевая ставка (таблица 14), объявляемая Центральным банком, выполняла важную сигнальную функцию,

то в период кризиса простое использование стандартного механизма монетарного регулирования, соответствующего традиционным представлениям о роли Центрального банка как «кредитора в последней инстанции» в рамках реализации «процентной политики» (interest rate monetary policy) не принесло Центральным банкам положительных результатов.

Таблица 14 – Ставки монетарной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Текущее значение инфляции, %
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,0
Чехия	Репо (2 недели)	1,25	02.08.2018	2,3
Сербия	Ключевая политическая ставка	3,00	12.04.2018	2,4
Бразилия	Целевая ставка	6,50	21.03.2018	4,2
Китай	Ориентир – кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	2,1
	Ориентир – депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	
	Норматив резервов	15,50	05.07.2018	
Индия	Обратное Репо	6,50	01.08.2018	4,2
	Репо	6,25	01.08.2018	
Мексика	Целевая ставка	7,75	21.06.2018	4,8
ЮАР	Ставка репо	6,50	28.03.2018	5,1
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	2,00	13.06.2018	2,9
Евროзона	Ставка рефинансирования	0,00	16.03.2016	2,0
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,75	02.08.2018	2,5
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,9
Канада	Целевая ставка - овернайт	1,50	11.07.2018	3,0
Швейцария	3М LIBOR - min	-1,25	15.01.2015	1,2
	3М LIBOR - max	-0,25	15.01.2015	
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	2,2

Источник: Bloomberg

В данных обстоятельствах Центральные банки западных государств были вынуждены перейти к разработке и к дальнейшему использованию «нестандартной» монетарной политики.

Новая разработанная «нестандартная» концепция монетарного регулирования имеет существенные отличительные особенности от стандартной, основанной на процентной политике Центрального банка.

Ее специфика раскрывается:

- в механизме регулирования;
- в масштабах осуществляемых Центральным банком операций;
- в круге получателей финансовых средств.

И самое главное, в отличие от стандартной монетарной политики, действия Центральными банками в рамках этого подхода носят активный характер и определяются общими задачами целенаправленного воздействия на экономическую конъюнктуру. В данном случае, проводимая по инициативе монетарных властей денежная экспансия оказала существенное влияние на величину, структуру и рискованные характеристики балансов Центральными банками, в силу этого новая концепция монетарного регулирования получила названия в различных интерпретациях современных экономистов как «балансовая монетарная политика» (balance sheet monetary policy), политика «количественного смягчения» (quantitative easing), политика «кредитного смягчения» (credit easing), «расширенная кредитная поддержка» (enhanced credit support) [22].

Рассмотрим ключевые элементы новых программ монетарного регулирования:

а) меры кредитной помощи;

В них включены две группы программ:

- программы воздействия на рынок межбанковского кредитования;
- программы по поддержке небанковских учреждений финансового рынка.

Первая группа мер направлена на увеличение объемов и сроков операций по рефинансированию банков и использование льгот в отношении видов и качества обеспечения по предоставляемым кредитам, а также расширение круга приемлемых заемщиков. По сути дела эта политика являлась модифицированной версией традиционных действий Центрального банка как «кредитора в последней инстанции». Позднее подобные операции были дополнены различными программами долгосрочной (3-4 летней) кредитной

помощи банкам на льготных условиях (фиксированные низкие ставки, возможность долгосрочного погашения и т.д.).

Программы второй группы были активно применены ФРС и Банком Англии, в странах, где фондовый рынок является основным источником финансирования инвестиций и где широкое развитие получили учреждения «теневое банкинга» (рыночная финансовая система (market-based financial system)). В странах же континентальной Европы (банковская финансовая система (bank-based financial system)) меры кредитной поддержки были преимущественно ориентированы на оказание помощи банковским учреждениям.

б) меры по управлению долгом;

В них включены операции по покупке Центральными банками различных видов долговых обязательств для собственного портфеля. Первоначально данные операции проводились исключительно на рынке государственных облигаций, но после 2011 г., ассортимент приобретаемых ценных бумаг был расширен за счет таких долговых инструментов, как банковские облигации, обязательства нефинансовых предприятий частного сектора, активы, обеспеченные ипотекой, и т.д.

в) валютные свопы;

Валютные операции Центральных банков для обмена национальной валюты на валюту других государств. Данные операции были использованы с целью удовлетворения возросшего в период финансового кризиса спроса на иностранную валюту со стороны импортеров, финансовых учреждений и населения.

г) резервная политика.

В период кризиса она была применима в «чистом виде» (т.е. для целенаправленного расширения денежной эмиссии) лишь некоторыми Центральными банками. Так Банк Англии ее осуществлял через покупку крупных партий казначейских обязательств. Затрачиваемые в ходе этого средства оседали на банковских резервных и депозитных счетах коммерческих

банков, остатки на которых являются составной частью «широких» показателей денежной массы.

Приведенный выше перечень мероприятий в рамках «нестандартной» монетарной политики со временем видоизменялся, в зависимости от:

- текущих задач монетарной политики;
- выбора конкретных финансовых инструментов воздействия на хозяйственную конъюнктуру;
- особенности экономической структуры отдельных стран.

Но, в целом, результатом ее использования стал беспрецедентный рост балансов Центральными банками, что на практике подтвердило ее активность.

Таким образом, переход к «нестандартным» мерам монетарного регулирования значительно расширил набор активно используемых Центральными банками инструментов монетарной политики и сферу их воздействия на процессы финансового посредничества и на хозяйственную конъюнктуру в целом [22].

### **1.2.6 Вопросы для самоконтроля**

- 1 Охарактеризуйте цель государственного регулирования экономики.
- 2 Назовите основные объекты регулирования монетарной политики.
- 3 Назовите основные виды монетарной политики и охарактеризуйте их.
- 4 Перечислите преимущества и недостатки монетарной политики.
- 5 Объясните, почему необходимы согласованные действия органов монетарного регулирования в проведении монетарной, бюджетной и структурной политики.
- 6 В каких случаях целесообразно проводить «политику дорогих денег»?
- 7 Назовите примеры проведения Банком России сдерживающей и стимулирующей политики.
- 8 Какой тип монетарной политики осуществляет в настоящее время Банк России?

9 Каковы, по вашему мнению, преимущества использования рыночных методов монетарного регулирования?

10 Каким образом инструменты монетарной политики влияют на объём денежной массы в стране (объясните и ответ подкрепите цифровыми данными)?

11 Почему изменение уровня официальных ставок Центрального банка влияет на величину денежной массы в обращении?

12 Какова степень воздействия Центрального банка, при проведении монетарной политики, на кредитную активность в стране?

13 Перечислите рыночные процентные ставки, на которые оказывает влияние изменение официальных ставок Центрального банка.

14 Покажите значение и определите функции ключевой ставки.

15 Можно ли, по вашему мнению, утверждать, что процентная политика Банка России в последние годы стала более гибкой?

16 Каковы современные задачи политики рефинансирования?

17 Какие требования предъявляет Банк России к банкам – участникам депозитных операций?

18 Каковы преимущества операций на открытом рынке по сравнению с другими инструментами монетарной политики?

19 Какие виды операций на открытом рынке способствуют изъятию избыточной ликвидности банковской системы, а какие – её предоставлению?

20 Каковы особенности применения Банком России операций на открытом рынке в условиях стабилизации экономики (2016-2018гг.)?

### **1.2.7 Литература, рекомендуемая для изучения темы**

1. Крымова, И. П. Центральный банк и проведение монетарной политики [Электронный ресурс] : электронный курс лекций / И. П. Крымова; М-во образования и науки Рос. Федерации, Федер. гос. бюджет. образоват.

учреждение высш. образования "Оренбург. гос. ун-т". - Электрон. текстовые дан. (1 файл: 7.8 Мб). - Оренбург : ОГУ, 2016. - Загл. с тит. экрана. -Архиватор 7-Zip.- Режим доступа:

[http://ufer.osu.ru/index.php?option=com\\_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer\\_id=1232](http://ufer.osu.ru/index.php?option=com_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer_id=1232)

2. Мишкин, Фредерик С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание: Пер с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. – 880 с. – ISBN 978-5-8459-0918-X (рус.)

3. Крымова, И. П. Организация деятельности Центрального банка [Электронный ресурс] : учебное пособие для обучающихся по образовательным программам высшего образования по направлению подготовки 38.03.01 Экономика / И. П. Крымова, С. П. Дядичко; М-во образования и науки Рос. Федерации, Федер. гос. бюджет. образоват. учреждение высш. образования "Оренбург. гос. ун-т".- [2-е изд.]. - Электрон. текстовые дан. (1 файл: 29814 Кб). - Оренбург : ОГУ, 2017. - Загл. с тит. экрана. -Adobe Acrobat Reader 6.0 - ISBN 978-5-7410-1734-0. – Режим доступа: [http://artlib.osu.ru/web/books/metod\\_all/36107\\_20170404.pdf](http://artlib.osu.ru/web/books/metod_all/36107_20170404.pdf)

4. Розанова, Н.М. Денежно-кредитная политики: учебник и практикум для академического бакалавриата и магистратуры/Н.М. Розанова. – М.: Издательство Юрайт, 2018. – 410 с. – Серия: бакалавр и магистр. Академический курс. – ISBN 978-5-534-00939-2. - Режим доступа: <https://bibli-online.ru/viewer/denezhno-kreditnaya-politika-413794#>

5. Усоскин, В.М. Нестандартная монетарная политика: методы и результаты / В.М. Усоскин// Деньги и кредит. - № 11. - 2016. - С.12-18.

6. Российская Федерация. Законы. О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России): федер. закон от 10 июля 2002г. № 86-ФЗ: по состоянию на 3 июля 2016 г. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>

7. Центральный банк Российской Федерации – официальный сайт. – Режим доступа <http://www.cbr.ru>

### 1.3 Международные финансы и монетарная политика

*В результате изучения данного раздела магистрант должен:*

**знать:** как оценивать и интерпретировать монетарную политику иностранных государств;

**уметь:** оценивать возможные реакции экономических агентов на те или иные события в монетарной сфере;

**владеть:** навыками анализа и прогноза динамики ключевых монетарных показателей разнообразных стран мира; методами анализа в области монетарной политики иностранных государств.

**Вопрос для размышления:** Россия торгует с большим числом стран. Однако если мы заглянем в ближайший банк, там, как правило, будут наглядно представлены валютные курсы двух видов: для долларов США и для евро (европейская валюта). Почему это так? Имеет ли значение, находимся ли мы в европейской части России (например, в Москве) или в азиатской (например, в Сибири или на Дальнем Востоке)?

#### 1.3.1 Экономические основы функционирования международных финансов

В современной открытой экономике международные отношения оказывают существенное влияние на монетарную политику. Понимание такого влияния может иметь существенные последствия для монетарной политики. Поэтому в рамках международных отношений как основы функционирования международных финансов экономисты и уделяют основополагающее внимание валютным отношениям и, конечно же, самому валютному рынку.

Общеизвестно, что когда денежные единицы разных стран обмениваются между собой, мы имеем дело с валютным рынком.

На валютном рынке помимо торговли валютой происходит и торговля банковскими депозитами, выраженными в конкретных валютах, что также способствует реализации на практике валютных отношений. Сами по себе валютные рынки многообразны, но чаще всего они классифицируются с точки зрения масштабов:

- на национальные рынки;
- на региональные рынки;
- на мировые рынки [11].

Данные разновидности валютных рынков тесно взаимосвязаны между собой, так как имеют определенную общую основу и в виде операций, и в виде видов сделок, но и, конечно же, валютных курсов.

Валюта – это и есть национальная денежная единица. Так как на валютном рынке происходит обмен одной денежной единицы на валюту другой страны, то возникают две цены. Цена иностранной валюты, выраженная в денежных единицах данной страны, называется валютным курсом. Это аналог цены любого другого товара, который продается в стране. Так мы можем оценить нашу национальную валюту – рубль – в денежных единицах другой страны, в итоге мы получим международную стоимость национальной валюты.

Валютный курс и международная стоимость соотносятся следующим образом:

$$\text{Валютный курс} = 1 / \text{международная стоимость валюты} \quad (3)$$

Если международная стоимость валюты растет, то происходит снижение валютного курса. Если международная стоимость валюты падает (национальная денежная единица обесценивается), наблюдается рост валютного курса. Обычно для удобства и однозначности понимания употребляют следующие выражения:

- укрепление национальной валюты (рост ее международной стоимости, за одну единицу этой валюты дают больше единиц других валют);

- обесценение (ослабление) национальной валюты (падение ее международной стоимости, когда за одну единицу этой валюты дают меньше единиц других валют).

Так как выше представленная формула отражает цену одной валюты, выраженную в другой денежной единице, то очень часто используют единый термин «валютный курс». Но в данном случае используют следующие добавления: прямой валютный курс – это международная стоимость национальной денежной единицы; обратный валютный курс – валютный курс как стоимость иностранной валюты, оцененная в национальных деньгах.

Величина валютного курса и ее изменение оказывают очень большое влияние на национальную экономику любой страны, которая участвует в международной торговле.

Осуществляя анализ функционирования национального валютного рынка, экономисты также часто обращают свое внимание на валютные курсы в долгосрочном периоде и валютные курсы в краткосрочном периоде. Данный анализ осуществляется через выявление факторов, влияющих на их формирование [19].

Валютные курсы определяются в краткосрочном периоде исходя из условий процентного паритета, согласно которому ожидаемая доходность внутренних депозитов равна ожидаемой доходности иностранных. Какой-либо фактор, изменяющий ожидаемую доходность внутренних и иностранных депозитов, приводит к изменениям валютного курса. Такие факторы включают изменения процентных ставок по внутренним и иностранным депозитам, а также изменения, влияющие на валютный курс в долгосрочном периоде и, следовательно, на ожидаемый будущий валютный курс. Изменения денежной массы приводят к тому, что валютный курс существенно изменяется в краткосрочном, чем долгосрочном периоде [12].

А основные факторы, влияющие на валютный курс в краткосрочном и долгосрочном периоде представлены в таблице 15.

Таблица 15 – Факторы, влияющие на валютный курс

В долгосрочном периоде	В краткосрочном периоде
Относительные уровни цен; Торговые барьеры; Пошлины и квоты; Предпочтение отечественных товаров импортным; Производительность.	Изменения внутренней процентной ставки (ставки ЦБ); Изменение денежной массы; Ожидаемая доходность внутренних и иностранных депозитов; Ожидаемые торговые барьеры; Ожидаемые спрос на импорт и экспорт; Производительность.

Поскольку каждая страна торгует со множеством других стран, то и одна денежная единица имеет большое многообразие цен, что связано с наличием значительного количества торговых партнеров у страны. Соответственно, валютных курсов также может быть много. Можно выделить двухсторонние валютные курсы – отношение валют двух стран и эффективный валютный курс – средневзвешенная стоимость национальной валюты (по корзине валют), где весами служат доли стран в торговом обороте данной экономики.

Но, как на рынках товаров и услуг, также и на валютном рынке действуют определенные продавцы и покупатели. Продавцы валюты – они составляют предложение – представлены теми, у кого валюта есть, но кто хочет ее продать. Это национальные потребители и национальные фирмы, которые желают приобрести иностранные товары. Поскольку иностранные товары продаются только за иностранную валюту, им требуются иностранные деньги. А в обмен они готовы предоставить свои национальные деньги. Валютные курсы важны, потому что они влияют на относительные цены отечественных и зарубежных товаров.

Операции, проводимые на валютном рынке, устанавливают курсы обмена валют, которые, в свою очередь, определяют стоимость покупаемых иностранных товаров и активов.

К основным видам валютных сделок относятся:

- сделка спот. Сделка спот предполагает немедленный (в течение 2 дней) обмен банковских депозитов;

- форвардная сделка. Форвардная сделка – это обмен банковских депозитов на определённую дату в будущем [11].

Но, как и цена любого товара или актива на свободном рынке, валютные курсы определяются соотношением спроса и предложения.

Крупным агентом предложения национальной валюты является Центральный банк страны. Он играет активную роль на валютном рынке, так как является самым главным участником денежных процессов. На валютном рынке Центральный банк может выбрать одну из двух принципиальных стратегий поведения:

- зафиксировать валютный курс на определенном уровне;
- отпустить валютный курс в «свободное плавание».

Политика фиксированного валютного курса означает, что Центральный банк в официальном порядке устанавливает, какое количество национальной валюты он готов дать за иностранную денежную единицу. При этом все сделки в экономике, которые включают обмен национальной валюты на иностранную, и наоборот, должны быть заключены с учетом данного фиксированного курса. Но в свою очередь ЦБ не может напрямую влиять на рыночный валютный курс, поэтому для его поддержания на определенном, фиксированном уровне, он использует имеющиеся в его арсенале международные резервы с помощью осуществляемых им валютных интервенций.

При использовании ЦБ другой стратегии он не вмешивается в функционирование валютного рынка. Валютный курс становится плавающим, то есть таким, который складывается исключительно под воздействием спроса и предложения на валютном рынке. Поскольку спрос и предложение меняются довольно часто и в различных направлениях, международная стоимость национальной валюты и валютный курс будут постоянно колебаться, двигаясь то вниз, то вверх, подобно кораблю в свободном плавании. Основной недостаток плавающего валютного курса – его непредсказуемость. Ни продавцы, ни покупатели, имеющие дело с иностранной валютой, не могут точно предсказать, каким будет валютный курс к тому моменту, как им

понадобится совершить валютный обмен. Всегда остается возможность неблагоприятного изменения валютного курса – валютный риск. Фиксированный курс в этом отношении надежнее, он более предсказуем. Но, в связи с тем, что в современном мире многие страны используют в качестве стратегической цели монетарной политики стабильность цен, то и в качестве режима таргетирования – инфляционный. А, как упоминалось в первой теме данного учебного пособия, применение инфляционного таргетирования невозможно без плавающего валютного курса.

Но фиксированный и плавающий валютный курс – это не единственные варианты действий Центрального банка. Проводимая им валютная политика оказывает очень большое влияние не только на внутреннюю экономику, но и на мировое хозяйство в целом, а также, по мнению многих экономистов, выступает в качестве структурного элемента монетарной политики.

Валютная политика рассматривается как совокупность мероприятий, осуществляемых в сфере международных валютных и других экономических отношений в соответствии с текущими и стратегическими целями страны.

Она направлена на достижение главных целей экономической политики в рамках «магического многоугольника»: обеспечить устойчивость экономического роста, сдержать рост безработицы и инфляции и др. [10].

Достижению стратегических целей валютной политики способствуют текущие цели. Они достигаются путём применения оперативных мер краткосрочного характера, направленных на регулирование валютного курса, валютных операций и в целом валютного рынка.

Решение текущих задач валютной политики призвано обеспечить:

- стабильность национальной валюты: внутри страны и за её пределами;
- создание экономических предпосылок для интеграции страны в мировую систему хозяйства;
- поддержание экономического суверенитета страны и защиту национальной товарной массы, услуг и капитальных активов от неэквивалентного обмена.

Направление и формы валютной политики определяются валютно-экономическим положением стран, эволюцией мирового хозяйства, расстановкой сил на мировой арене. На разных исторических этапах на первый план выдвигаются конкретные задачи валютной политики:

- преодоление валютного кризиса и обеспечение валютной стабилизации;
- валютные ограничения;
- переход к конвертируемости валюты;
- либерализация валютных операций и др.

Валютная политика отражает принципы взаимоотношений стран: партнерство и разногласия, порождающие дискриминацию более слабых партнеров, в первую очередь стран развивающихся, а также вмешательство во внутренние дела других государств.

Обоснованием же валютной политики служит определенная теория, возведенная в ранг официальной догмы. Юридически валютная политика оформляется валютным законодательством - совокупностью правовых норм, регулирующих порядок совершения операций с валютными ценностями в стране и за ее пределами, а также валютными соглашениями - двухсторонними и многосторонними - между государствами по валютным проблемам [11].

Валютная политика определяет подготовку, принятие и реализацию решений по валютным проблемам. Регулирование валютных отношений включает несколько уровней:

- частные предприятия, в первую очередь национальные и международные банки и корпорации, которые располагают огромными валютными ресурсами и активно участвуют в валютных операциях;
- национальное государство (министерство финансов, центральный банк, органы валютного контроля);
- межгосударственный уровень.

Валютная политика в зависимости от ее целей и форм подразделяется на структурную и текущую (рисунок 9).

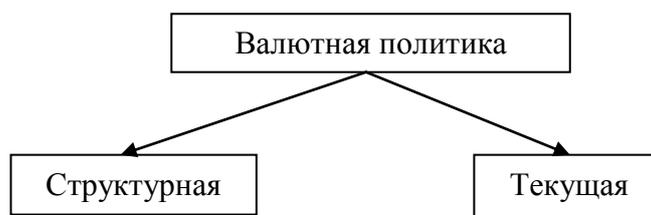


Рисунок 9 - Виды валютной политики

Структурная валютная политика рассматривается как совокупность долгосрочных мероприятий, направленных на осуществление структурных изменений в мировой валютной системе. Она реализуется в форме валютных реформ, проводимых в целях совершенствования ее принципов в интересах всех стран, и сопровождается борьбой за привилегии для отдельных валют. Структурная валютная политика оказывает влияние на текущую политику. Текущая валютная политика – это совокупность краткосрочных мер, направленных на повседневное, оперативное регулирование валютного курса, валютных операций, деятельности валютного рынка и рынка золота.

Тактические (операционные) цели, которые стоят перед валютной политикой сегодня, это:

- укрепление валютно-финансового положения страны, повышение её международной платёжеспособности и кредитоспособности, международной валютной ликвидности;

- повышение инвестиционной привлекательности страны для иностранных инвесторов и противодействие «бегству капитала» за границу;

- укрепление национальной валюты, создание условий для её конвертируемости и стабильности курса по отношению к иностранным валютам [10].

Валютная политика многогранна и подразумевает согласованные действия, как органов монетарного регулирования, так и ряда других министерств и ведомств. Ведущую роль в проведении валютной политики играет центральный банк. К сферам его компетенции относятся следующие элементы валютной политики:

- курсовая политика;
- управление международными ликвидными (золотовалютными) резервами;
- осуществление валютного регулирования и валютного контроля над внешнеторговыми операциями;
- противодействие нелегальному трансграничному движению капитала («отмыванию» денег);
- международное валютное сотрудничество и участие страны в международных валютно-кредитных и финансовых организациях [10].

Валютная политика структурно связана с монетарной политикой, поэтому она использует набор инструментов, как общих, используемых и монетарной политикой, так и специфических инструментов (рисунок 10).

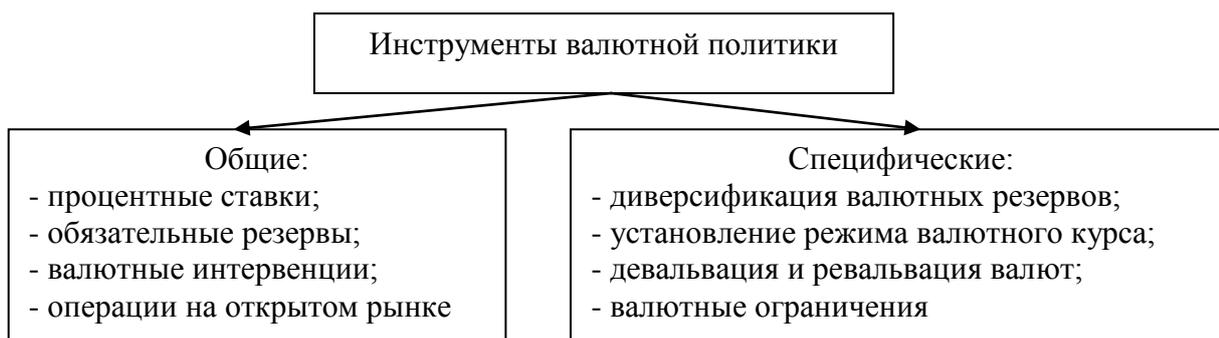


Рисунок 10 - Инструменты валютной политики

И фактически весь, выше представленный арсенал инструментов валютной политики как структурного элемента политики монетарной имеется в распоряжении центрального банка страны. И Центральный банк государства умело использует данный инструментарий на практике.

Но, каким бы значительным не был спектр инструментов валютной политики, ее успешность во многом зависит от организации национального валютного рынка в стране, а, именно, от количества и разновидности участников данного рынка. Согласно особенностям национального законодательства, а также истории зарождения и развития валютный рынок в

странах мира отличается значительным разнообразием. Приведем небольшую характеристику валютных рынков Великобритании и Китая, а также обозначим факторы, влияющие на формирование валютных курсов в данных странах (таблица 16).

Таблица 16 - Факторы, влияющие на валютные курсы в долгосрочном и краткосрочном периоде [25, 26]

Ключевые факторы формирования валютного курса в долгосрочном периоде	Ключевые факторы формирования валютного курса в краткосрочном периоде
Китай	
Инфляция и ИПЦ; ВВП по ППС; Экспорт и импорт Китая; Внутреннее потребление; Торговая война и мировая политика; Валютная политика Национального банка Китая (НБК)	Инфляция и ИПЦ; ВВП по ППС; СПОТ-операции на валютном рынке; Валютные интервенции НКБ (редко используются); «анти циклический коэффициент» при расчете курса относительно CFETS
Великобритания	
Конкурентоспособность товаров страны на мировом рынке; Состояние платежного баланса страны; Покупательная способность денежных единиц и темпы инфляции; Разница %-х ставок в различных странах; Государственное регулирование валютного курса, достаточность золотовалютных резервов; Степень открытости экономики.	Уровень инфляции; Уровень инфляционных ожиданий; Уровень промышленного производства Великобритании; Политические факторы и чрезвычайные ситуации; Изменение процентной ставки Банка Англии.

Рассмотрим более детально валютный рынок Китая, информация, раскрывающая его особенности, представлена в таблице 17, а также на рисунках 11, 12 и 13.

Таблица 17 - Валютный рынок Китая [25]

Элемент	Характеристика
Средства расчетов и платежей	Юань (реньменьби), Оффшорный юань, Гонконгский доллар
Органы, осуществляющие валютное регулирование и контроль	Национальный Банк Китая, Управление денежного обращения Гонконга
Условия и механизмы конвертируемости валют	Свободно конвертируемая валюта, Частично конвертируемая валюта
Режим определения валютного курса	Управляемая плавающая валюта, фиксированный
Валютные ограничения	Валютный контроль (ограничения конвертации)

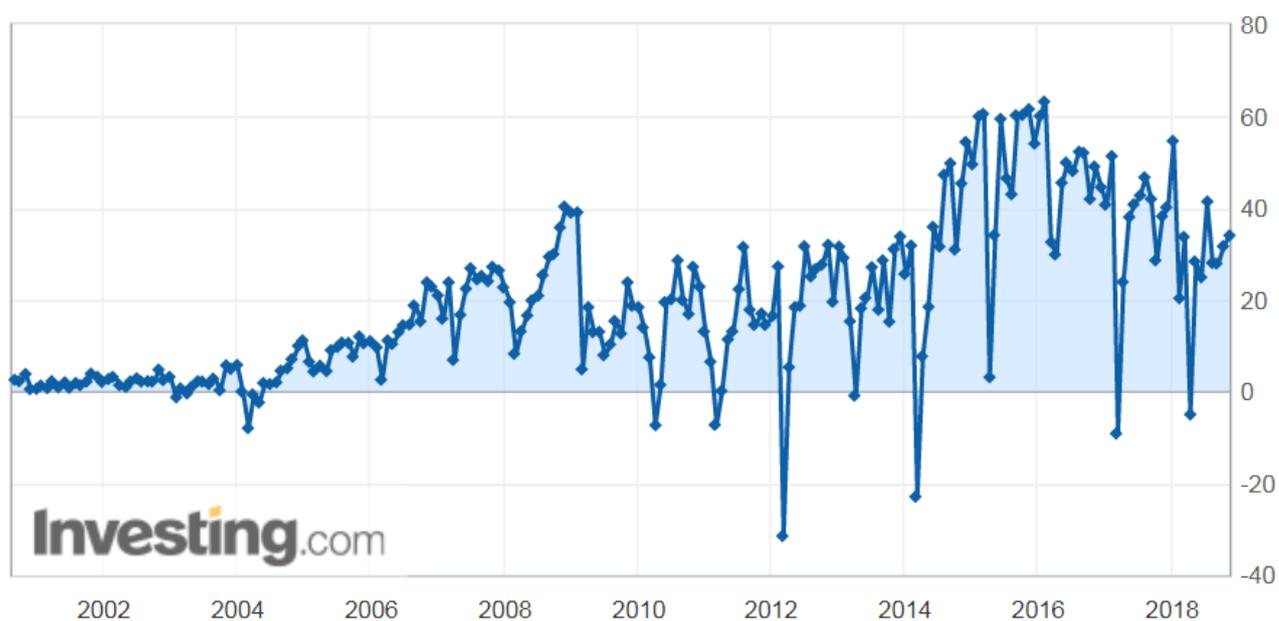


Рисунок 11- Сальдо торгового баланса Китая в период с 2000 по настоящее время, долл. США [25]

Характеризуя валютный рынок Китая, мы наблюдаем, что его торговый баланс за представленный период практически всегда является положительным. Но в последние годы Китай немного сократил свое сальдо.



Рисунок 12 – Структура экспорта Китая по итогам 2017г., % [25]

Суммарная доля экспорта в страны Азии составляет около 38%. На Америку приходится чуть более 25%. Страны же Европы являются третьими по значимости в структуре экспорта Китая.

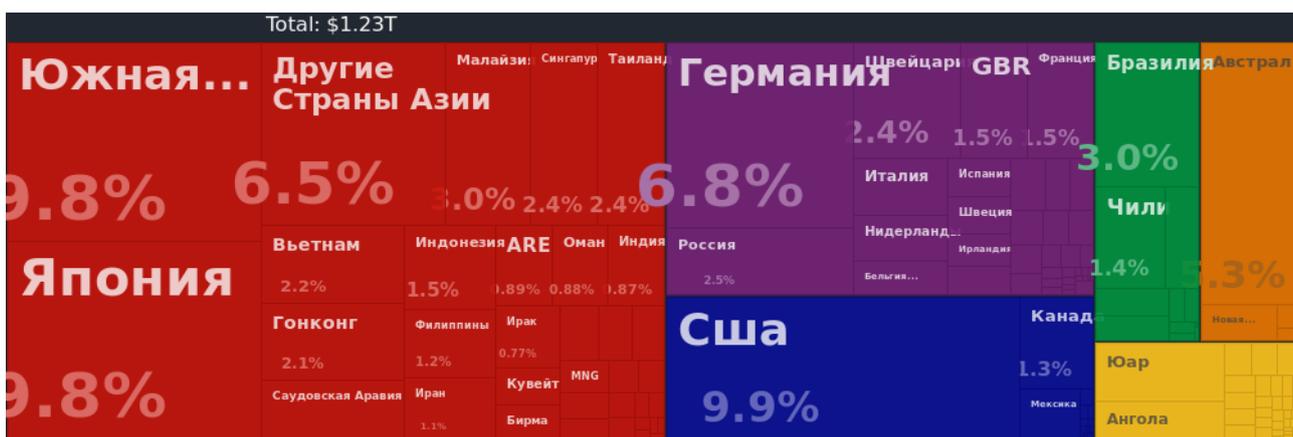


Рисунок 13 – Структура импорта Китая по итогам 2017г., % [25]

Суммарная доля импорта из стран Азии составляет около 50%. На Европейские страны приходится чуть более 20% импорта. Америка занимает третье место в структуре импорта Китая.

Особенностями валютного рынка Китая являются:

1 Ключевые показатели экономики Китая сегодня находятся на достаточно высоком уровне (ВВП +7%, Инфляция 2,3%, положительное торговое сальдо и др.)

2 Валютная политика Народного банка Китая ориентирована на трансформацию в будущем «экономика экспорта» в «экономику потребления».

3 В Китае наблюдается существование особых экономических зон, в том числе с собственной валютой (Гонконг и Гонконгский доллар).

Рассмотрим более детально валютный рынок Великобритании, информация, раскрывающая его особенности, представлена в таблице 18, а также на рисунке 14.

Таблица 18 - Торговые партнёры Великобритании [26]

Ключевые направления экспорта	Ключевые направления импорта
США (\$52 миллиарда); Германия (\$35,5 миллиардов); Нидерланды (\$22,5 миллиардов); Франция (\$22,4 миллиарда); Швейцария (\$19 миллиардов).	Германия (\$88,4 миллиарда); Китай (\$59,8 миллиардов); США (\$46 миллиардов); Нидерланды (\$44,3 миллиарда); Франция (\$35,3 миллиарда).

Ключевой целью деятельности Банка Англии является поддержание ценности национальной валюты. Денежная политика в данном государстве призвана способствовать стабилизации реальной стоимости денежной единицы. Проведение монетарной политики, то есть определения, главным образом, уровня процентных ставок, обеспечивающих достижение инфляционной цели, возложено на Банк Англии и на Казначейство. В стране происходит постоянное отслеживание зависимости курса валюты от процентной ставки, определяемой Комитетом по денежной политике (Monetary Policy Committee, MPC) Банка Англии. Решение по изменению процентной ставки Комитет принимает ежемесячно.

Как и в случае с другими ставками основную роль здесь играет не текущее значение ставки, а будущее изменение процентного дифференциала между ставкой Банка Англии и ставками других стран, в основном Еврозоны и США.

График последних значений:

— актуальные данные

- - - прогнозные

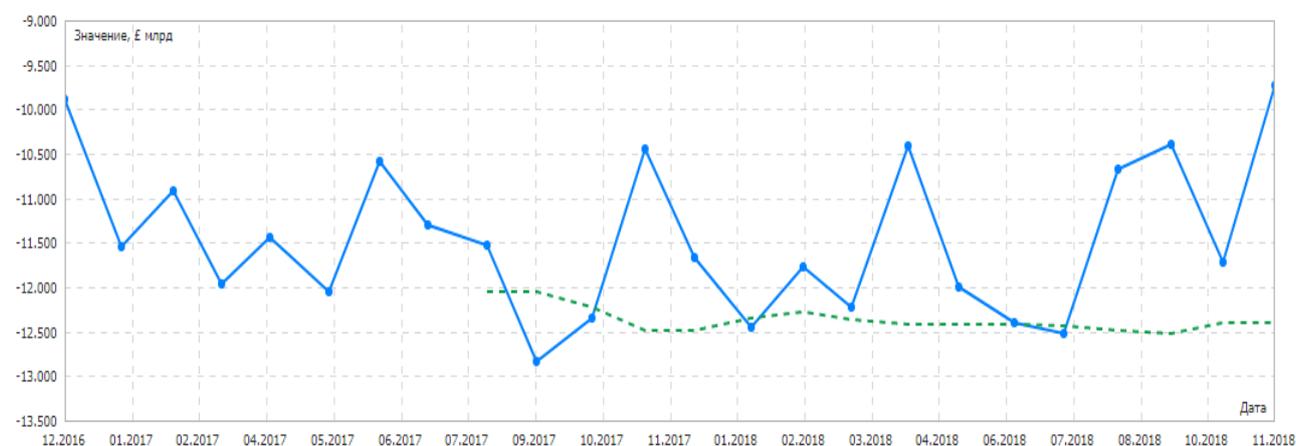


Рисунок 14 – Динамика сальдо торгового баланса Великобритании за период 2017 – 2018 гг. [26]

На выше приведенном рисунке мы видим отрицательный торговый баланс в Великобритании. В случае стран с высокоразвитой экономикой – в частности, Великобритании – это может означать, что трудоёмкие производства переносятся за пределы государства, за счет чего сдерживается инфляция и поддерживается высокий уровень жизни населения. Торговый дефицит в таких случаях покрывается за счет иных методов экономического взаимодействия – к примеру, с помощью эмиссии долговых инструментов. Влияние значения торгового баланса на котировки национальной валюты неоднозначное и зависит от контекста бизнес-циклов или других экономических показателей.

В настоящее время в Великобритании используется режим свободно плавающего валютного курса. Критерием эффективности курсовой политики (курсовой якорь) выступают показатели инфляции.

Курс фунта стерлингов по отношению к другим валютам определяется в процессе торгов на международном валютном рынке в зависимости от спроса и предложения. Решение о свободной конвертации валют было принято странами – участницами Международного валютного фонда (МВФ) в середине

семидесятих годов XX века в качестве одного из основополагающих принципов Ямайской валютной системы.

Помимо международно–правовых норм, валютное регулирование в Великобритании основывается также и на национальном законодательстве, к числу которого можно отнести, в частности, закон «О валютном контроле» 1947 года, который определяет основные требования к порядку регулирования валютных отношений.

Валютный курс в Великобритании очень сильно реагирует на разницу между процентными ставками, потому что процент при прочих равных условиях – это основной фактор привлекательности валюты для портфельных инвесторов. Именно ставка Центрального банка определяет доходность межбанковских депозитов, облигаций и других инструментов с фиксированной доходностью. Поэтому малейшие изменения разницы в процентных ставках приводят к нарушению текущего равновесия распределения ресурсов и массовому перетоку средств из одних валют в другие.

Особенности валютного рынка Великобритании:

1 Британский фунт является одной из старейших валют.

2 Правительство страны обычно придерживается консервативной и предусмотрительной политики, направленной на стабильный, хотя и скромный, экономический рост. Тем не менее, страна обладает одной из ведущих мировых экономик и имеет богатую историю развития валютного рынка.

3 Валютный рынок Великобритании остается очень уязвимым из-за политической неопределенности.

4 Одним из факторов, которые влияют на нестабильность английской валюты, является неопределенность по поводу условий выхода Великобритании из ЕС. После Brexit британская экономика и валютный рынок остаются под давлением, что может привести к дополнительным потерям для экономики.

### **1.3.2 Современная стратегия монетарной политики (номинальный якорь)**

В предыдущем вопросе было замечено, что в процессе осуществления валютной политики как структурного элемента политики монетарной происходит использование центральным банком разнообразных инструментов, одним из которых и выступают валютные интервенции. Когда центральный банк осуществляет интервенции на валютном рынке, то приобретает или распродает валютные резервы, что приводит к изменению монетарной базы. Следовательно, осуществляя такую интервенцию, Центральный банк в некоторой степени теряет контроль за денежной массой в стране. Но помимо этого на монетарную политику, осуществляемую современными Центральными банками, влияет и платежный баланс, но во многом это влияние связано со статусом национальной валюты в стране. Когда страна, чья валюта не является резервной, испытывает дефицит платежного баланса, то обязательно теряет свои валютные резервы. Но не все страны, даже обладающие статусом резервной для национальной валюты, имеют равное влияние платежного баланса на монетарную политику. Так, например, США как основная страна с резервной валютой может позволить себе крупный дефицит платежного баланса без серьезных потерь валютных резервов.

Но, в отличие от платежного баланса, влияние которого уменьшилось в условиях режима плавающего валютного курса, валютные курсы стали более заметно влиять на монетарную политику. Так, если Центральный банк не хотел, чтобы валюта его страны упала в цене, то он мог следовать сдерживающей политике и сокращать объем денежной массы для повышения внутренней процентной ставки, укрепив тем самым национальную валюту. Аналогично, наблюдалась картина и в случае, если валюта страны была переоценена, отечественные предприятия могли страдать от возросшей конкуренции со стороны зарубежных фирм и оказывать на Центральный банк давление, вынуждая его поднять темп роста денежной массы, чтобы снизить валютный

курс. Давление, оказываемое на Центральный банк с целью манипулирования валютным курсом было значительным в условиях использования фиксированного курса, а при переходе к режиму плавающего валютного курса ситуация нормализовалась. Сегодня Центральный банк не проводит регулярные валютные интервенции, поэтому он меньше подвержен манипуляции со стороны экономического сообщества страны.

Но стабильность цен является ключевой целью для многих монетарных политик, поэтому центральные банки уже не через непосредственно валютные интервенции, а с помощью других инструментов и стратегий монетарной политики влияют на экономику [13].

Так для замедления роста уровня цен монетарные власти используют номинальный якорь, то есть номинальное значение переменной, будь то инфляция, валютный курс или денежная масса. Использование того или иного номинального якоря индивидуально для каждой страны и ориентировано не только на состояние экономической среды в стране, но и на состояние в мировом сообществе, так как сегодня в основном экономики носят открытый характер.

Использование номинального якоря вынуждает государственные органы проводить монетарную политику так, чтобы его значение (уровень инфляции или денежная масса) не выходило за рамки установленных лимитов.

Таким образом, номинальный якорь предохраняет уровень цен от слишком быстрого роста или падения и, следовательно, сохраняет стоимость денег в стране.

В современном мире номинальный якорь является необходимой составляющей успешной стратегии монетарной политики.

Основная причина использования номинального якоря: он помогает сохранить стабильность цен, что в большинстве стран считается важнейшей целью монетарной политики. Номинальный якорь выполняет свою ключевую функцию, ограничивая инфляционные ожидания путем прямого влияния на стоимость национальной валюты. Другая, более точная причина использования

номинального якоря состоит в том, что он может сгладить отрицательные последствия политики временной стабильности, когда монетарная политика, осуществляемая на основе каждодневно принимаемых решений, приводит к плачевным результатам в долгосрочной перспективе.

Проблема временной стабильности при дискреционной (неограниченной) монетарной политике возникает в связи с тем, что на экономическое поведение влияют ожидания людей и компаний относительно будущих действий монетарных властей. Полагая, что эти ожидания останутся неизменными, органы, регулирующие монетарную политику, считают, что могут повысить экономическую производительность (или уменьшить безработицу), проводя превосходящую ожидания дискреционную монетарную политику и тем самым стимулируя ее проведение. Дискреционную монетарную политику называют политикой временной стабильности, поскольку ее сторонники склонны прибегать к ней в каждый отдельный отрезок времени. Проблема временной стабильности при дискреционной политике приводит к плохим результатам. При ее использовании в стране производительность остается на том же самом уровне, а инфляция повышается. Но, сегодня центральный банк должен контролировать инфляцию, поэтому применение дискреционной монетарной политики является неприемлемым.

По своей сути номинальный якорь подобен правилам поведения. Номинальный якорь способен решить проблему временной стабильности при осуществлении монетарной политики с помощью запланированных ограничений дискреционной политики. На международном уровне с целью регулирования экономических отношений центральные банки прибегают к трем основным стратегиям монетарной политики, использующих номинальный якорь:

- таргетированию валютного курса;
- монетарному таргетированию;
- таргетированию инфляции.

Каждая из выше перечисленных стратегий имеет свои преимущества и недостатки, а также наличие определенных условий в стране для ее реализации. Рассмотрим вышеперечисленные стратегии, использующие номинальные якоря более подробно.

Номинальный якорь, основанный на таргетировании валютного курса. Центральный банк использует его в качестве стратегии монетарной политики, лишь при условии, что стоимость национальной валюты привязана к стоимости валюты, например такой крупной страны с низким уровнем инфляции, как США (страна-якорь). Альтернативой этому может служить система изменяемого фиксированного валютного курса (искусственное изменение курса через определенные интервалы времени, в течение которых курс остается неизменным), при которой допускается устойчивое обесценивание валюты, поэтому инфляция в стране, которая искусственно поддерживает свой валютный курс, может быть выше, чем в стране-якоре [12].

К преимуществам таргетирования валютного курса можно отнести:

1 Номинальный якорь заданного валютного курса непосредственно способствует контролю за инфляцией, привязывая её темп по экспортным товарам к аналогичному показателю по товарам, производимым в стране-якоре.

2 Заданный валютный курс автоматически вводит правило ведения монетарной политики, что помогает смягчить проблему временной стабильности.

3 Таргетирование валютного курса просто и доступно для понимания фирм и домохозяйств.

В свою очередь к недостаткам таргетирования валютного курса относят:

1 Из-за мобильности капитала страна, таргетирующая валютный курс, не может больше осуществлять свою собственную независимую монетарную политику и, следовательно, реагировать на внутренние потрясения экономики, которые не связаны с ситуацией в стране-якоре.

2 Использование данной политики способствует открытию страны для спекулятивных атак на их национальные валюты.

3 Использование таргетирования валютного курса может привести к ослаблению ответственности руководства страны, особенно развивающейся [11].

Во многих странах валютное таргетирование невозможно по объективным причинам:

- страна достаточно большая;
- нет государства, чья валюта могла бы служить надёжным номинальным якорем.

В данном случае возможно использование другой стратегии при проведении монетарной политики - монетарного таргетирования.

Во второй половине XX столетия многие страны имели опыт использования монетарного таргетирования, это и Швейцария, Германия, Канада, Великобритания, Япония. Суть данной стратегии состоит в том, что она предполагает использование денежных агрегатов в качестве промежуточной цели стратегии монетарной политики. На практике монетарное таргетирование имеет существенное отличие от модели Милтона Фридмана, задающий постоянный темп роста выбранного монетарного агрегата. Отличие состоит в том, что все вышеперечисленные страны никогда не придерживались жестких ограничений на рост монетарных агрегатов [12].

К преимуществам монетарного таргетирования можно отнести:

1 Использование монетарного таргетирования по сравнению с валютным позволяет Центральному банку использовать монетарную политику для преодоления внутренних проблем.

2 Целевые значения монетарных агрегатов могут незамедлительно сигнализировать общественность и рынки о состоянии монетарной политики и намерениях политиков удерживать инфляцию.

3 Целевые значения монетарных агрегатов также позволяют почти незамедлительно получить информацию о том, способна ли монетарная политика удерживать инфляцию на низком уровне, что спасает политиков от попадания в ловушку проблемы временной стабильности.

В свою очередь к недостаткам монетарного таргетирования относят:

1 Зависимость от одного фактора: предположение, что существует сильная взаимосвязь между стратегической целевой переменной (инфляцией или номинальным доходом) и выбранным монетарным агрегатом; если такая связь слаба, таргетирование монетарного агрегата не сработает. В результате монетарное таргетирование не поможет преодолеть инфляционные ожидания и не будет эффективным инструментом повышения ответственности ЦБ.

2 Ненадёжная взаимосвязь между монетарными агрегатами и целевой переменной мешает ЦБ выполнять коммуникативную функцию, усиливающую прозрачность монетарной политики и ответственность ЦБ перед обществом [11].

Учитывая разрыв связи между монетарными агрегатами и стратегическими целевыми переменными, такими как инфляция, многие страны, желающие поддерживать независимую монетарную политику, в последнее время приняли инфляционное таргетирование в качестве режима монетарной политики.

Инфляционное таргетирование предполагает наличие в стране следующих основополагающих условий:

- публичного объявления среднесрочных целевых значений инфляции в числовом выражении;
- институционального признания стабильности цен как первоочередной долгосрочной стратегической цели;
- информационной системы, в которой используются многие переменные;
- прозрачности стратегии монетарной политики;
- ответственности Центрального банка за достижение инфляционных целей [12].

К преимуществам инфляционного таргетирования можно отнести:

1 Стабильность взаимосвязи между денежной массой и инфляцией не имеет критического значения для достижения успеха, поскольку инфляционное таргетирование не опирается на такую взаимосвязь.

2 Инфляционное таргетирование позволяет органам, отвечающим за монетарную политику, использовать не одну переменную, а всю имеющуюся информацию, чтобы как можно лучше определить ориентиры монетарной политики.

3 Оно понятно для публики и полностью прозрачно.

4 Установление в явном виде количественных значений целевого диапазона инфляции повышает ответственность ЦБ, поэтому инфляционное таргетирование также сглаживает проблему временной стабильности, в ловушку которой он может попасть, пытаясь увеличить производство и повысить уровень занятости с помощью чрезмерно расширенной монетарной политики.

5 Оно помогает сосредоточить политические споры на том, что ЦБ может сделать в долгосрочной перспективе, а не на том, что он сделать не может.

В свою очередь инфляционное таргетирование может ослабить политическое давление на ЦБ с целью проведения инфляционной монетарной политики и, следовательно, снизить угрозу проблемы временной стабильности.

К недостаткам же инфляционного таргетирования относят:

1 Запаздывание сигнала.

2 Чрезмерную жестокость.

3 Опасность усиления колебаний производительности [11].

Но самым существенным в качестве недостатков инфляционного таргетирования экономисты выделяют снижение темпов экономического роста. Но, опасаясь, что ключевой акцент на инфляции будет способствовать значительным колебаниям производительности, многие экономисты стали предлагать иной номинальный якорь - таргетирование номинального ВВП, при котором Центральный банк мог задать целевой рост номинального ВВП (реального ВВП, умноженного на уровень цен), а не инфляции. По сравнению с инфляцией рост номинального ВВП имеет то преимущество, что он учитывает как объем выпуска, так и цены. При таргетировании номинального ВВП

снижение запланированного роста реального выпуска автоматически означает повышение инфляционных целей Центрального банка. Такое повышение предполагает стабилизацию, поскольку автоматически приводит к ослаблению монетарной политики. Опыт использования таргетирования номинального ВВП пока ограничен опытом Центрального банка Японии и Федеральной Резервной Системой США, да и то в этих странах осуществлена попытка применения данного номинального якоря лишь в XXI веке и то совместно с инфляционным таргетированием.

Итак, монетарная политика на международном уровне достаточна активна, ее применение требует адекватного использования на практике всего арсенала инструментов и методов монетарной политики, а также и стратегии, ориентированной на использование того или иного вида номинального якоря.

### **1.3.3 Вопросы для самоконтроля**

1. Какой рынок выступает в качестве экономической основы функционирования международных финансов?
2. В чём заключаются особенности сделки спот и форвардной сделки?
3. Назовите факторы, оказывающие влияние на валютный курс в долгосрочном периоде.
4. Назовите факторы, оказывающие влияние на валютный курс в краткосрочном периоде.
5. С какой целью современные монетарные власти используют номинальный якорь?
6. Назовите основные стратегии, использующие номинальный якорь.
7. В чём, по вашему мнению, преимущества и недостатки таргетирования валютного курса?
8. В чём, по вашему мнению, преимущества и недостатки монетарного таргетирования?

9. Какие ключевые условия должны быть созданы в стране для реализации инфляционного таргетирования?

10. В чём, по вашему мнению, преимущества и недостатки прямого таргетирования инфляции?

#### **1.3.4 Литература, рекомендуемая для изучения темы**

1. Крымова, И. П. Центральный банк и проведение монетарной политики [Электронный ресурс] : электронный курс лекций / И. П. Крымова; М-во образования и науки Рос. Федерации, Федер. гос. бюджет. образоват. учреждение высш. образования "Оренбург. гос. ун-т". - Электрон. текстовые дан. (1 файл: 7.8 Мб). - Оренбург : ОГУ, 2016. - Загл. с тит. экрана. -Архиватор 7-Zip. – Режим доступа: [http://ufer.osu.ru/index.php?option=com\\_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer\\_id=1232](http://ufer.osu.ru/index.php?option=com_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer_id=1232)

2. Мишкин, Фредерик С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание: Пер с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. – 880 с. – ISBN 978-5-8459-0918-X (рус.)

1. Розанова, Н.М. Денежно-кредитная политики: учебник и практикум для академического бакалавриата и магистратуры/Н.М. Розанова. – М.: Издательство Юрайт, 2018. – 410 с. – Серия: бакалавр и магистр. Академический курс. – ISBN 978-5-534-00939-2.

## Глоссарий

**Аваль** – поручительство (гарантия), означающее, что поручившееся лицо (авалист) принимает на себя ответственность по оплате векселя перед его владельцем.

**Авальный кредит** – форма кредита, при которой банк берет на себя ответственность по обязательствам клиента в форме поручительства по кредиту, платежам, поставкам и т.п.

**Адаптивные ожидания** – ожидания, которые в большей степени зависят от прошлых значений инфляции, чем от факторов, влияющих на ее будущую динамику. При стабильном снижении инфляции адаптивные ожидания будут превышать ее фактический уровень.

**Аккредитив** – денежный документ, по которому один банк поручает другому производить оплату услуг и материальных ценностей за счёт средств, забронированных на эти цели.

**Андеррайтинг** – на рынке ценных бумаг – деятельность инвестиционных посредников по гарантированному размещению займа или выпуска ценных бумаг на первичном рынке.

**Андеррайтер** – на рынке ценных бумаг – сторона, гарантирующая эмитенту выручку от продажи выпуска ценных бумаг. Фактически андеррайтер приобретает ценные бумаги у эмитента и перепродаёт их инвесторам.

**Андеррайтер в РФ** – биржевой брокер, принявший на себя обязательство разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счёт и по поручению эмитента.

**Базисная инфляция** – показатели базисной инфляции (underlying inflation) – расчетные показатели, отражающие темпы изменения цен на основную массу товаров и услуг, входящих в корзину для расчета индекса потребительских цен, которые складываются под влиянием общеэкономических факторов и исключают влияние разовых событий. Базовая

инфляция, публикуемая Росстатом, и трендовая инфляция, публикуемая Банком России, могут быть отнесены к этой группе показателей.

**Базовая инфляция** – инфляция, измеренная на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (плодоовощная продукция, топливо и т.д.).

**Банк** (от итал. banco – скамья) – финансовая организация, производящая различные виды банковских операций на основании лицензии центрального банка.

**Банковская система** – группа финансовых институтов, объединённая соглашением в целях регулирования кредитных и денежных потоков, для содействия экономическому росту.

**Банковские акцепты** – вид векселя, который акцептуется (гарантируется) коммерческим банком, что резко повышает его надёжность и ликвидность. Такой вексель может быть продан на рынках краткосрочного кредита.

**Безакцептные платежи** – оплата расчётных документов со счетов плательщиков в банке независимо от их согласия (акцепта) на это.

**Биржа (фондовая)** – наиболее развитая форма постоянно функционирующего оптового рынка, где совершаются сделки по закупке и продаже ценных бумаг.

**Биржевой курс** – продажная цена ценных бумаг, обращающихся на фондовой бирже. Определяется соотношением между уровнем ссудного процента и уровнем доходности данной ценной бумаги, т.е. выражает собой капитализированный доход, соответствующий той сумме денег, которая будучи предоставлена в ссуду, даст доход, равный доходу по ценной бумаге.

**Биржевая сделка** – договор купли-продажи товаров, заключаемый на бирже. Различают: сделки с наличным товаром на основе предварительного

осмотра товаров по данным биржевой экспертизы, по образцам, стандартам и т.п.; контрактные; срочные (фьючерсные сделки) с целью страхования сделок с наличным товаром.

**Валовой кредит Банка России** – включает кредиты, предоставленные Банком России кредитным организациям (в том числе банкам с отозванной лицензией), просроченную задолженность и просроченные проценты по кредитам, средства, предоставленные Банком России кредитным организациям посредством операций репо, а также сделок «валютный своп» по покупке долларов США и евро за рубли.

**Валютная биржа** – организовано оформленный, регулярно действующий рынок иностранной валюты, где формируются курсы валют (валютные котировки) на основе фактического соотношения спроса и предложения.

**Валютная интервенция** – целевые операции по купле-продаже иностранной валюты для ограничения динамики её курса.

**Валютный курс** – цена денежной единицы национальной валюты, выраженная в денежных единицах валюты другой страны.

**Вексель банковский** – вексель (тратта), выставяемый банком данной страны на своих иностранных корреспондентов. Покупая эти векселя у национальных банков, импортёры пересылают их экспортёрам, погашая таким образом свои долговые обязательства.

**Внешнеторговая сделка** – действие, направленное на установление, изменение и прекращение правоотношений в области внешней торговли. В более узком смысле – экспортно-импортные операции по обмену товарами, услугами, лицензиями, технологией и т.п., в которых хотя бы одна из сторон – это иностранное юридическое лицо. Основные виды – договоры купли-продажи, подряда, перевозки, поручения, комиссии и т.д.

**Гарантии кредита** – форма гарантий, которые применяются под выданный кредит, так как ссудозаёмщик может оказаться несостоятельным. Виды гарантий: гарантийные письма банков, авали и акцепты банком, тратта кредитора, поручительства фирм и т.д.

**Денежная масса** – сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (денежный агрегат  $M_1$ , денежная масса в национальном определении (денежный агрегат  $M_2$ ), широкая денежная масса (денежный агрегат  $M2X$ ).

**Депозитные операции** (инструмент монетарной политики) – операции, проводимые Банком России с целью абсорбирования избыточной ликвидности.

**Диверсификация** – разнообразие, разностороннее развитие. Диверсификация кредитов – одновременное наличие в активах банка многих не связанных друг с другом кредитов.

**Дисконтирование** – приведение экономических показателей разных лет к одному временному периоду.

**Долларизация депозитов** – доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов банковского сектора.

**Задолженность по операциям рефинансирования Банка России** – задолженность кредитных организаций по кредитам, предоставленным Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям репо, а также сделкам «валютный своп» по покупке долларов США и евро за рубли.

**Евробонд** (Eurobond) – облигация, выпущенная в нескольких странах, но деноминированная в одной валюте, обычно в национальной денежной единице страны-эмитента. Евробонды эмитируются без учёта ограничений, действующих на эмиссии внутри страны, и обычно котируются в Лондоне. Торги также могут производиться в любом другом месте, где есть спрос и предложение.

**Евровалюта** – деньги, депонированные в финансовом центре за пределами страны, чьей денежной единицей является эта валюта. Например, евродоллар – это американские доллары на депозитах в банках вне банковской системы США.

**Импортозамещение** – замещение импортных товаров продукцией отечественного производства, в результате чего доля отечественной продукции на внутреннем рынке растет.

**Инвестиция** – долгосрочное вложение капитала в какое-либо предприятие с целью получения прибыли.

**Индекс потребительских цен (ИПЦ)** – характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

**Индекс номинального эффективного курса рубля** – отражает динамику курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. Рассчитывается как средневзвешенное значение номинальных курсов рубля к валютам этих стран. В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами.

**Индекс реального эффективного курса рубля** – рассчитывается как средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. При этом реальный курс рубля к иностранной валюте рассчитывается с учетом номинального курса рубля к данной валюте и соотношения уровня цен в России и соответствующей стране. При расчете реального эффективного курса в качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами. Индекс реального эффективного курса рубля отражает изменение конкурентоспособности российских товаров относительно товаров стран – основных торговых партнеров.

**Индекс условий банковского кредитования** – обобщающий показатель изменения условий банковского кредитования, который рассчитывается Банком России по результатам ежеквартального обследования ведущих российских банков – участников кредитного рынка следующим образом: (доля банков, сообщивших о существенном ужесточении условий кредитования, %) + 0,5х (доля банков, сообщивших об умеренном ужесточении условий кредитования, %) - 0,5х (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, %) - (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, %). Измеряется в процентных пунктах.

**Индекс MSCI** – группа индексов, рассчитываемых Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются индексы по отдельным странам (в том числе России), глобальные индексы (по различным регионам, по развитым/развивающимся странам) и «мировой» индекс.

**Индексы PMI** – индикаторы деловой активности, определяемые по результатам опроса компаний обрабатывающей промышленности и (или) сферы услуг. Семейство индексов PMI характеризует динамику следующих аспектов делового климата: объем выпуска (для сферы услуг – деловая активность), количество заказов, количество экспортных заказов, незавершенное производство, запасы готовой продукции, запасы сырья, закупки сырья, скорость поставок сырья, численность занятых, отгрузочные цены (для сферы услуг – цены продажи), закупочные цены, ожидания выпуска через год (для сферы услуг). Значения индексов PMI выше 50 означают повышение деловой активности, значение ниже – ее снижение.

**Инкассация** – сдача денег в банки организациями различных форм собственности, в кассы которых поступают наличные денежные средства.

**Инкассо** – банковская расчётная операция, посредством которой банк по поручению своего клиента получает на основании расчётных документов причитающиеся ему денежные средства от плательщика за оказанные услуги и отгруженные товары и зачисляет эти средства на счёт клиента в банке.

**Инновационная деятельность** – процесс, направленный на создание, производство, развитие и качественное совершенствование новых видов изделий, технологий, организационных форм. Характеризуется новыми формами интеграции науки, производства и капитала.

**Инсайдер** – акционер, которому принадлежит более 10% голосующих акций компании; лицо, в силу своего положения имеющее доступ к важной (финансовой) информации, недоступной широкой публике. Фондовые сделки инсайдеров строго контролируются, регистрируются и публикуются.

**Интернет-банкинг** – управление счетами через сеть Интернет. Позволяет банку предоставлять, а клиенту банка получать максимальный спектр банковских услуг. Дает возможность следить за состоянием счёта и операциям по нему за любой промежуток времени. Операции осуществляются с помощью операторов сотовой и пейджинговой связи.

**Инфляционные риски** – риски обесценения активов или доходов в результате роста цен.

**Инфляционные ожидания** – предполагаемые, прогнозируемые, ожидаемые уровни инфляции, основываясь на которых домашние хозяйства, компании и участники финансового рынка принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам).

**Информационные процессы** – процессы сбора, обработки, накопления, хранения, поиска и распространения информации.

**Календарный опционный спрэд** – опционный спрэд, построенный на одновременной покупке и продаже опционов одного класса, имеющих разные сроки исполнения. Используется для получения прибыли.

**Клиринг** – форма безналичных расчётов, при которой задолженность погашается путём взаимозачёта.

**Ключевая ставка Банка России** (инструмент монетарной политики) – минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1

неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя. Устанавливается Советом директоров Банка России.

**Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)** – основа системы процентных ставок Банка России. Процентный коридор имеет следующую структуру: центр коридора задается ключевой ставкой Банка России; верхняя и нижняя границы, симметричные относительно ключевой ставки, формируются процентными ставками по операциям постоянного действия на срок 1 день (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

**Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)** – страховой контракт, предоставляющий защиту от дефолта по базовым обязательствам (суверенным или корпоративным ценным бумагам с фиксированной доходностью). Это кредитный дериватив, позволяющий покупателю контракта приобрести страховку от некоего кредитного события эмитента базового обязательства путем оплаты аннуитетной премии (CDS-спреда) продавцу страховки.

**Кредитоспособность** – совокупность материальных и финансовых возможностей ссудополучателя, определяющих его способность возратить ссуду в срок и в полном объеме.

**Кросс-курс** – курс обмена двух валют (обычно не доллар США), выраженный через третью валюту (обычно доллар США).

**Левэридж** – отношение заёмного капитала банка к собственным средствам.

**LIBOR** (London Interbank Offer Rate) – ставка, под которую большинство международных банков выдаёт однодневный межбанковский кредит в евродолларах на лондонском рынке.

**Лизинг** (от англ. to lease – арендовать, брать в аренду) – определяется как аренда оборудования.

**Ликвидность банковского сектора** – средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте

Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежных операций и выполнения резервных требований.

**Ломбардный список Банка России** – перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования Банка России.

**Неторгуемый сектор экономики** – сектор экономики, который включает распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, оптовую и розничную торговлю, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовую деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренду и предоставление услуг, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

**Неценовые условия банковского кредитования** – условия банковского кредитования, которые включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, дополнительные комиссии, спектр направлений кредитования. Оцениваются по результатам опроса кредитных организаций Банком России.

**Овердрафт** – особая форма краткосрочного кредита, при которой банк осуществляет кредитование расчётного или текущего счёта клиента.

**Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности** – рассчитывается Росстатом на основе ежеквартальных обследований как среднеарифметическое значение пяти частных индексов: произошедших и ожидаемых изменений личного материального положения, произошедших и ожидаемых изменений экономической ситуации в России, благоприятности условий для крупных покупок. Частные индексы рассчитываются на основе сведения баланса оценок респондентов (в процентах). Баланс оценок представляет собой разность между суммой долей (в процентах) определено положительных и  $\frac{1}{2}$  скорее положительных ответов и суммой долей (в процентах) отрицательных и  $\frac{1}{2}$  скорее отрицательных ответов. Нейтральные ответы не принимаются во внимание.

**Обязательные резервы** (инструмент монетарной политики) – средства, поддерживаемые кредитными организациями на корреспондентских счетах в Банке России и средства по учету обязательных резервов с целью выполнения обязательных резервных требований. К обязательным резервным требованиям относятся нормативы обязательных резервов и коэффициент усреднения обязательных резервов.

**Операции на открытом рынке** (инструмент монетарной политики) – операции Банка России по регулированию объема ликвидности банковского сектора. Включают операции на возвратной основе, которые не являются операциями постоянного действия и проводятся с выставлением Банком России конкретного объема предложения (обычно на аукционах), а также все операции по прямой покупке/продаже ценных бумаг, иностранной валюты, золота.

**Операции постоянного действия** – операции предоставления и абсорбирования ликвидности, проводимые Банком России по инициативе кредитных организаций.

**Операции репо** – сделка, состоящая из двух частей: одна сторона сделки продает ценные бумаги другой стороне, получая за них денежные средства, а затем, по истечении определенного срока, выкупает их обратно по заранее установленной цене. Операции репо Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях и иностранной валюте в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

**Относительная цена** – цена одного товара (товарной группы), измеренная в сравнении с ценой на другой товар (товарную группу), принятой за единицу.

**Параллельный банковский сектор** – финансовые посредники, осуществляющие кредитное посредничество, деятельность которых не регулируется банковским законодательством.

**Плавающая процентная ставка по операциям Банка России** – процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России. В случае принятия Советом директоров Банка России решения об изменении

ключевой ставки с соответствующей даты по ранее предоставленным по плавающей ставке кредитам применяется процентная ставка, скорректированная на величину изменения ключевой ставки.

**Прибыль чистая** – часть прибыли, остающаяся в банке после уплаты налогов и других платежей. Банк самостоятельно определяет направления использования чистой прибыли.

**Пролонгированная ссуда** – банковская ссуда, по которой заключён дополнительный договор на продление срока её погашения.

**Расчёты** – это система организации и регулирования платежей по денежным требованиям и обязательствам. Их задача – обслужить платёжный оборот в наличной и безналичной формах.

**Режим плавающего валютного курса** – по действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

**Режим таргетирования инфляции** – режим монетарной политики, при котором установлено, что главной (стратегической целью) центрального банка является обеспечение ценовой стабильности, то есть достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции. В рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен центральный банк. Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие монетарной политики на экономику осуществляется через процентные ставки. Решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции. При этом важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что

обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

**Ритейловые услуги** – розничные кредиты.

**Санация** (от лат. sanatio – оздоровление) – процесс улучшения работы банка, при необходимости – на основе его реорганизации, включая изменение структуры капитала или переход прав собственности на акции банка от неэффективных собственников к эффективным.

**Сделка валютная срочная** (форвардная) – сделка, по условиям которой стороны обязуются обменять валюту по истечении точно оговоренного срока по определённому заранее оговоренному курсу. Срок исполнения сделки может составлять до года и более.

**Сделка депортная** – покупка ценных бумаг по курсу дня с условием обратной продажи их через определённый срок по пониженному курсу.

**Сделка «офсет»** – одна из форм встречной торговли, которая предполагает как обмен товарами и услугами, так и предоставление возможности вкладывать капитал взамен различного рода услуг и льгот.

**Сделка репортная** – продажа ценных бумаг по курсу дня с условием их покупки через определённый срок по повышенному курсу.

**Сделки «секьюритизации»** – выпуск облигаций, обеспеченных конкретными банковскими активами, например, правами требования по выданным банком кредитам.

**Секьюритизация ипотечных кредитов** – выпуск ипотечных облигаций, главным эмитентом секьюритизированных облигаций должно выступать государственное Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК).

**Сделка «спот»** – валютная сделка, по которой обмен валют производится на второй день, исключая день сделки. Она необходима для оформления сделки в банках. Заключается по телефону или телексу, расчёты осуществляются банковскими телеграфными переводами или посредством электронных систем расчётов.

**Сделка срочная** – один из видов сделок, которые осуществляются на рынках ценных бумаг. По срочным сделкам расчеты производятся через определённый промежуток времени (обычно в пределах месяца) в середине или в конце месяца по курсам, зафиксированным в момент заключения сделки.

**Сделка финансовая на срок** – срочная сделка, связанная с перепродажей долгосрочных казначейских облигаций, депозитных сертификатов, приносящих проценты, а также фьючерсных контрактов, обращающихся на валютных рынках и фондовых биржах.

**Синдицированный кредит классический** (консорциальный еврокредит) – долгосрочный кредит на крупную сумму, предполагает создание специальной структуры. Управляющий банк выступает в роли лид-менеджера. Он формирует банковский синдикат и определяет условия кредита при участии заёмщика. Члены синдиката берут на себя обязательства по предоставлению соответственной части кредита.

**Смарт-карта** – банковская расчётная пластиковая карта, имеющая встроенный микропроцессор.

**Солидарные гаранты** – группа лиц, которые совместно и независимо друг от друга отвечают по долговому обязательству.

**Спад (рецессия)** – длительное, устойчивое уменьшение объёмов выпуска основных видов товаров и услуг, снижение деловой активности, которое обычно сопровождается уменьшением реальных доходов населения, ухудшением условий жизни и безработицей.

**Спред** – разница между ценой, которая была получена эмитентом за выпущенные ценные бумаги, и ценой, которая была выплачена инвестором за данные ценные бумаги.

**Спред по CDS** – премия, с определенной периодичностью выплачиваемая покупателем CDS продавцу, как правило, выраженная в базисных пунктах от номинала долга.

**Средства расширенного правительства на счетах в Банке России** – средства на счетах в Банке России по учету средств федерального бюджета,

бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, государственных внебюджетных фондов и внебюджетных фондов субъектов Российской Федерации и местных органов власти.

**Ссудный процент** – плата, которую заёмщик выплачивает кредитору за пользование кредитом.

**Структурные преобразования** – преобразования, которые ведут к изменению структуры экономики и факторов ее роста, а также повышению производительности труда, внедрению новых технологий.

**Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора** – структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

**Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета** – элементы бюджета, не зависящие от фазы бизнес-цикла и определяемые решениями органов государственного управления. Совокупный дефицит бюджета, очищенный от нефтегазовых поступлений, чистых процентных платежей, однократных зачислений в бюджет и элементов, зависящих напрямую от изменения экономической активности.

**Тайна банковская** – не подлежащая разглашению информация о состоянии счетов клиентов и производимых банком операций.

**Текущий дефицит/профицит ликвидности** – превышение спросом банковского сектора на ликвидность ее предложения в текущий день. Обратная ситуация – превышение предложением банковской ликвидности спроса на нее в конкретный день – представляет собой текущий профицит ликвидности.

### **Типы сделок:**

– **твёрдая:** участники сделки берут на себя обязательства по поставке и покупке ценных бумаг в определённый срок; условия сделки не подлежат изменению;

– **условная:** один из участников имеет право отказаться от выполнения своих обязательств, уплатив другому определенную премию. Цель – ограничить потери от колебаний курсов при срочных биржевых операциях;

#### – **опцион:**

1) приобретаемое за отдельную плату право покупать или продавать какие-либо ценности в течение определённого промежутка времени, например, ценные бумаги по обусловленной цене; в обмен на получение такого права покупатель опциона уплачивает продавцу определённую премию (риск покупателя ограничен этой премией, риск продавца опциона снижается на величину полученной премии);

2) право выбора альтернативных валютных условий контракта опциона вытекает из валютных условий сделки, связанных с формой, способом и местом платежа (различают европейские и американские опционы; в европейской практике опцион должен быть выполнен в момент истечения договора или же в течение короткого времени до этого; в американской – в любое время до даты, когда истекает срок договора).

**Торгуемый сектор экономики** – сектор экономики, который включает сельское хозяйство, охоту и лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство, добычу полезных ископаемых, обрабатывающие производства.

**Трансмиссионный механизм монетарной политики** – механизм влияния решений в области монетарной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки

транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, узкому кредитному, валютному, цен активов.

**Траст** – активы, хранение которых и управление которыми осуществляется доверенным лицом для реализации интересов клиента или группы клиентов.

**Тренд** – тенденция изменения уровней временного ряда.

**Трендовая инфляция** – показатель инфляции, очищенный от нерелевантных для монетарной политики шоков. Показатель трендовой инфляции, используемый Банком России, рассчитывается с помощью динамических факторных моделей.

**Условия внешней торговли** – отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

**Усреднение обязательных резервов** – право кредитной организации на выполнение установленных Банком России нормативов обязательных резервов за счет поддержания доли обязательных резервов, не превышающей коэффициент усреднения, на корреспондентском счете в Банке России в среднем в течение установленного периода.

**Факторы формирования ликвидности банковского сектора** – изменение статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К факторам формирования ликвидности относятся изменение объема наличных денег в обращении и остатков на счетах расширенного правительства в Банке России, операции Банка России на внутреннем валютном рынке (кроме операций, направленных на регулирование ликвидности банковского сектора), а также изменение объема обязательных резервов, депонированных кредитными организациями на счетах по учету обязательных резервов в Банке России.

**Финансовая стабильность** – состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в

инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива к внешним шокам.

**Форекс (Forex)** – внебиржевой международный рынок конвертируемых валют.

**Форфейтинг** – кредитование экспорта банком на основе покупки на безоборотной основе долговых требований по внешнеторговым операциям (гарантийные обязательства, векселя и т.п.).

**Фьючерсы** – срочные сделки купли-продажи валюты, ценных бумаг, золота, которые заключаются на биржах по текущим в момент сделки ценам, с поставкой приобретённого товара и оплатой его в будущем.

**Хеджирование** – частичное или полное перенесение ответственности за возможный риск с одного участника рынка (хеджера) на другого согласно договорным отношениям.

**Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором** – совокупное сальдо операций субъектов частного сектора с иностранными активами и обязательствами, отражаемых в финансовом счете платежного баланса.

**Чистый кредит Банка России кредитным организациям** – валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости), а также требований кредитных организаций к Банку России по рублевой части операций «валютный своп» по предоставлению долларов США за рубли.

**Carry trade** – стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынков с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки.

**Macro Risk Index** – рассчитываемый Ситибанком индекс, отражающий восприятие инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках. Индекс нормируется таким образом, что его значения составляют от 0 (низкий уровень риска) до 1 (высокий уровень риска). Индекс рассчитывается на основе исторической динамики спредов доходностей государственных еврооблигаций развивающихся стран к доходностям государственных облигаций США, кредитных спредов по корпоративным облигациям в США, ставок по свопам на денежном рынке США, вмененных волатильностей обменных курсов, фондовых индексов и процентных ставок.

**VIX** – рассчитывается Чикагской биржей опционов (Chicago Board Option Exchange) индекс ожидаемой 30-дневной волатильности фондового индекса S&P 500. VIX рассчитывается как взвешенная средняя премия по опционам Call и Put на индекс S&P 500 с большим диапазоном цен исполнения.

## Список использованных источников

- 1 Акопов, В.С. Организация деятельности центрального банка / В.С. Акопов, Д.В. Домашенко. – М.: ИНФРА-М, 2015. - 400с. ISBN: 978-5-16-006000-2
- 2 Алехин, Б. И. Кредитно-денежная политика: учебное пособие /Б.И. Алёхин - М.: Юнити-Дана, 2012. – 135 с. ISBN: 5-238-00799-Х.
- 3 Банки и кредит развитых капиталистических стран/ Под ред. Панфилова Е.С. – М.: Финансы, 1994. – 289 с.
- 4 Бобраков, Ю.И. США: Центральный банк и экономика/Ю.И. Бобраков. – М.: Наука, 1994. – 205 с.
- 5 Брагинский, С.В. Кредитно-денежная политика в Японии/С.В. Брагинский. – М.: Наука, 1993. – 193 с.
- 6 Голикова, Ю.С. Организация деятельности центрального банка: учебник /Ю.С. Голикова, М.А. Хохленкова. - М.: ИНФРА-М, 2012. - 798 с.- ISBN 978-5-16-005191-8.
- 7 Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика = Money, Banking, Monetary Policy : учебное пособие / Э. Д. Долан, К. Д. Кэмпбелл, Р. Д. Кэмпбелл ; пер.: В. В. Лукашевич [и др.] ; под общ. ред.: В. В. Лукашевича, М. Б. Ярцева. - СПб.: Санкт-Петербург оркестр, 1994. - 496 - ISBN 5-87685-007-5.
- 8 Дробозина, А.А. Финансовая и денежно-кредитная система Англии/А.А. Дробозина, О.В. Можайсков. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 194 с.
- 9 Иришев, Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм/Б.К. Иришев. – Алма-Ата.: Гылым, 1990. – 176 с.
- 10 Крымова, И. П. Организация деятельности Центрального банка [Электронный ресурс]: учебное пособие для обучающихся по образовательным программам высшего образования по направлению подготовки 38.03.01 Экономика / И. П. Крымова, С. П. Дядичко; М-во

образования и науки Рос. Федерации, Федер. гос. бюджет. образоват. учреждение высш. образования "Оренбург. гос. ун-т". - [2-е изд.]. - Электрон. текстовые дан. (1 файл: 29814 Кб). - Оренбург : ОГУ, 2017. - Загл. с тит. экрана. -Adobe Acrobat Reader 6.0 - ISBN 978-5-7410-1734-0. – Режим доступа: [http://artlib.osu.ru/web/books/metod\\_all/36107\\_20170404.pdf](http://artlib.osu.ru/web/books/metod_all/36107_20170404.pdf)

11 Крымова, И. П. Центральный банк и проведение монетарной политики [Электронный ресурс] : электронный курс лекций / И. П. Крымова; М-во образования и науки Рос. Федерации, Федер. гос. бюджет. образоват. учреждение высш. образования "Оренбург. гос. ун-т". - Электрон. текстовые дан. (1 файл: 7.8 Мб). - Оренбург : ОГУ, 2016. - Загл. с тит. экрана. -Архиватор 7-Zip. - Режим доступа: [http://ufer.osu.ru/index.php?option=com\\_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer\\_id=1232](http://ufer.osu.ru/index.php?option=com_uferdbsearch&view=uferdbsearch&action=details&ufer_id=1232)

12 Мишкин, Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков/ Ф.С. Мишкин, 7-е издание: пер. с англ. - М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. - 880 с. - ISBN 978-5-8459-0918-3.

13 Моисеев, С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учебное пособие / С. Р. Моисеев. - 2-е изд., перераб. и доп. - Москва : МФПА, 2011. - 784 с. : ил. - (Университетская серия). - Библиогр.: с. 775-779. - ISBN 978-5-902597-08-7.

14 Немецкий федеральный банк. Денежная политика Федерального банка. – октябрь 1995. – 219 с.

15 Парусимова, Н. И. Денежно-кредитное регулирование /Н.И. Парусимова, К. Ж. Садвокасова. - Оренбург : Университет, 2016. - 183 с. - ISBN 978-5-4417-0658-2.

16 Пономарев, В.А. Государственно-монополистическое регулирование деятельности банков: Границы и противоречия/В.А. Пономарёв. – М.: Финансы, 1992. – 206 с.

17 Пятенко, С.В. Кредитно-денежная политика в США/С.В. Пятенко. – М.: Наука, 1992. – 157 с.

18 Рабочая программа дисциплины «М.1.В.ОД.5 Центральный банк и проведение монетарной политики», уровень высшего образования – магистратура, направление подготовки 38.04.08 Финансы и кредит, профиль «Банковский менеджмент». - Режим доступа:

[http://ito.osu.ru/index.php?page=000601&action=details&id=16659&id\\_s=1400](http://ito.osu.ru/index.php?page=000601&action=details&id=16659&id_s=1400)

19 Розанова, Н.М. Денежно-кредитная политики: учебник и практикум для академического бакалавриата и магистратуры/Н.М. Розанова. – М.: Издательство Юрайт, 2018. – 410 с. – Серия: бакалавр и магистр. Академический курс. – ISBN 978-5-534-00939-2. - Режим доступа: <https://bibli-online.ru/viewer/denezhno-kreditnaya-politika-413794#>

20 Российская Федерация. Законы. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на соответствующий период. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru>

21 Российская Федерация. Законы. О центральном Банке Российской Федерации (Банке России). Федеральный закон от 10 июля 2002г. № 86-ФЗ / По состоянию на 29 декабря 2006 г. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru>

22 Усоскин, В.М. Нестандартная монетарная политика: методы и результаты / В.М. Усоскин// Деньги и кредит. - № 11. - 2016. - С.12-18.

23 Федеральная резервная система: Цели и функции/ Пер с англ. В. Усоскина. – М.: Госфиниздат, 1959. – 203 с.

24 Фетисов, Г.Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональные аспекты/Г.Г. Фетисов. — М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2006. - 509 с.

25 Народный Банк Китая: [сайт]. – Режим доступа: [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)

26 Центральный Банк Великобритании: [сайт]. - Режим доступа: <https://www.bankofengland.co.uk>