

Институциональные аспекты формирования денежно-кредитной политики: российская и зарубежная практика

Милькина Ирина Владимировна

Канд. экон. наук, доц. каф. государственного и муниципального управления
ORCID: 0000-0002-5254-6326, e-mail: iv_milkina@guu.ru

Лебедева Юлия Аркадьевна

Канд. экон. наук, доц. каф. государственного и муниципального управления
ORCID: 0000-0001-5264-667X, e-mail: ya_lebedeva@guu.ru

Государственный университет управления, г. Москва, Россия

Аннотация

В статье авторами рассматриваются вопросы денежно-кредитной политики как одной из основных составляющих экономической политики государства. Ключевая роль в формировании денежно-кредитной политики принадлежит Центральным банкам, ориентирующим свою деятельность на обеспечение ценовой или монетарной стабильности, устойчивости покупательной способности национальной валюты. Авторами анализируются промежуточные целевые ориентиры денежно-кредитной политики и ее режимы, проводимые экономически развитыми странами мира: монетарное таргетирование, таргетирование валютного курса, таргетирование инфляции. Дается оценка проводимой Центральным банком Российской Федерации политики таргетирования инфляции, использующей в качестве основного инструмента денежно-кредитного регулирования процентную политику как один из основных каналов воздействия денежно-кредитной политики на экономику, а именно изменение условий финансирования реального сектора экономики через финансовый рынок.

Ключевые слова

Центральный банк, денежно-кредитная политика, экономическая политика, процентная ставка, таргетирование инфляции, устойчивость национальной валюты, реальный сектор экономики

Для цитирования: Милькина И.В., Лебедева Ю.А. Институциональные аспекты формирования денежно-кредитной политики: российская и зарубежная практика // Вестник университета. 2022. № 8. С. 154–162.

Institutional aspects of monetary policy formation: russian and foreign practice

Irina V. Milkina

Cand. Sci. (Econ.), Aassoc. Prof. at the State and Municipal Administration
ORCID: 0000-0002-5254-6326, e-mail: iv_milkina@guu.ru

Yulia A. Lebedeva

Cand. Sci. (Econ.), Aassoc. Prof. at the State and Municipal Administration
ORCID: 0000-0001-5264-667X, e-mail: ya_lebedeva@guu.ru

State University of Management, Moscow, Russia

Abstract

In the article, the authors consider the issues of monetary policy as one of the main components of the economic policy of the state. A key role in the formation of monetary policy belongs to Central banks, which focus their activities on ensuring price or monetary stability, stability of the purchasing power of the national currency. The authors analyze the intermediate targets of monetary policy and its regimes carried out by economically developed countries of the world: monetary targeting, exchange rate targeting, inflation targeting or inflation targeting. An assessment is given of the Central Bank of the Russian Federation inflation targeting policy, which uses interest rate policy as the main instrument of monetary regulation, as one of the main channels of monetary policy impact on the economy, namely, changing the conditions for financing the real sector of the economy through the financial market.

Keywords

Central Bank, monetary policy, economic policy, interest rate, inflation targeting, stability of the national currency, the real sector of the economy

For citation: Milkina I.V., Lebedeva Yu.A. (2022) Institutional aspects of monetary policy formation: Russian and foreign practice. *Vestnik universiteta*, no. 8, pp. 154–162.

ВВЕДЕНИЕ

В экономической литературе можно найти различные определения денежно-кредитной или, как ее называют иначе, монетарной политики.

Среди задач, поставленных для достижения основной цели настоящего исследования, отсутствуют задачи, связанные с уточнением или систематизацией определений, с выработкой теоретических концепций монетарного регулирования. Поэтому для целей дальнейшего анализа денежно-кредитная или монетарная политика определяется максимально широко, как часть государственной экономической политики, относящаяся к компетенции, прежде всего, центрального банка, и состоящая в регулярном и целенаправленном воздействии на экономику через денежно-кредитную сферу экономических отношений.

Исходя из того, что денежно-кредитная политика является составной частью экономической политики, очевидно, что ее основные цели должны коррелировать с общеэкономическими целями государства. Однако в рамках нового неоклассического синтеза сформировалась концепция, в соответствии



с которой основной задачей центрального банка в сфере денежно-кредитного регулирования должно выступать поддержание стабильности национальной валюты. Причем большинством центральных банков в качестве определяющей рассматривается лишь одна из двух составляющих этой стабильности – внутренняя или ценовая стабильность. Внешняя стабильность, устойчивость покупательной способности национальной валюты по отношению к валютам других государств, предсказуемая динамика валютного курса рассматриваются в данном случае в качестве вторичной цели.

Последний тезис можно проиллюстрировать данными рисунка 1, на котором систематизированы основные цели политики центральных банков экономически-развитых стран мира, включая цели Банка России в сфере денежно-кредитного регулирования, закрепленные законодательно. Как видно, большинство центральных банков ориентируют свою политику, прежде всего, на обеспечение ценовой или монетарной стабильности, устойчивости покупательной способности национальной валюты.

Центральный банк	Основная цель/основные цели его деятельности
Резервный банк Австралии	Поддержание стабильности покупательной способности австралийского доллара, а также содействие обеспечению высокой занятости, экономическому процветанию и росту благосостояния австралийских граждан
Федеральная резервная система США	Обеспечение максимальной занятости, ценовой стабильности и поддержание долгосрочных ставок по кредитам на умеренном уровне
Европейский центральный банк	Основная цель деятельности – поддержание ценовой стабильности в Еврозоне, а также в той мере, в которой это не противоречит основной цели, содействие проведению общеэкономической политики Европейского Союза
Банк Англии	Обеспечение монетарной и финансовой стабильности
Банк Японии	Поддержание ценовой стабильности и, тем самым, содействие устойчивому развитию национальной экономики, а также обеспечение бесперебойной работы системы расчетов между банками и другими финансовыми организациями, содействие стабильности финансовой системы
Банк России	Защита и обеспечение устойчивости рубля: развитие и обеспечение стабильности банковской системы, национальной платежной системы, финансового рынка Российской Федерации

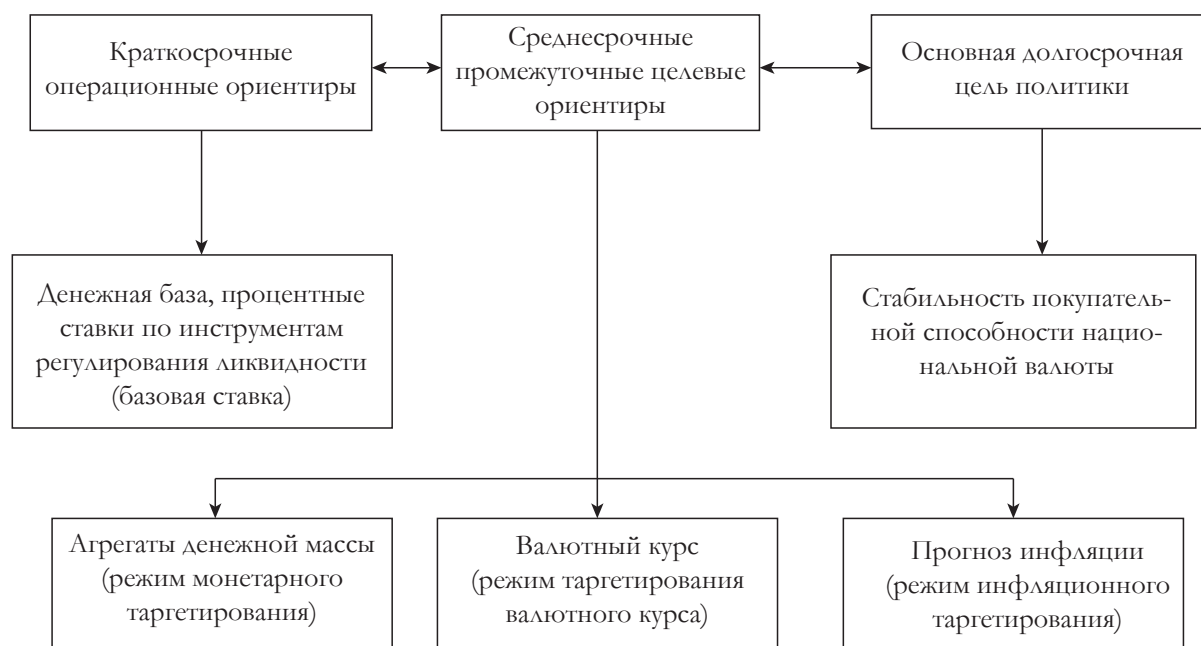
Составлено авторами по результатам исследования

Рис. 1. Основные законодательно определенные цели политики центральных банков

Отметим, что Банк России в данном случае является исключением, поскольку ни формально, в соответствии с Конституцией Российской Федерации и Федеральным законом «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», ни фактически, он не несет никакой ответственности ни за какие показатели развития реального сектора экономики, кроме устойчивости российского рубля. Поэтому обеспечение устойчивости покупательной способности рубля с января 2015 г., когда Банк России перешел к таргетированию инфляции, свелось лишь к удержанию потребительской инфляции около целевого значения при плавающем курсе рубля.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

Основные, долгосрочные цели политики центральных банков – лишь один из элементов целой системы целевых ориентиров, которые используются при разработке и проведении денежно-кредитной политики. Общая характеристика этой системы показана на рисунке 2.



Составлено авторами по результатам исследования

Рис. 2. Целевые ориентиры денежно-кредитной политики центральных банков

В целом система целевых ориентиров, как показано на рисунке 2, состоит из кратко-, средне- и долгосрочных целей центрального банка, которые взаимосвязаны между собой. При этом в качестве целевых показателей в данном случае центральный банк может выбирать те переменные, на которые он может напрямую влиять с помощью инструментов денежно-кредитного регулирования, находящихся в его распоряжении.

Если исходить из того, что основной целью политики центрального банка является обеспечение стабильности покупательной способности национальной валюты, то по понятным причинам в качестве среднесрочных ориентиров денежно-кредитной политики могут выступать денежная масса и валютный курс, как показатели, контролируемые центральным банком и имеющие существенное влияние на инфляцию.

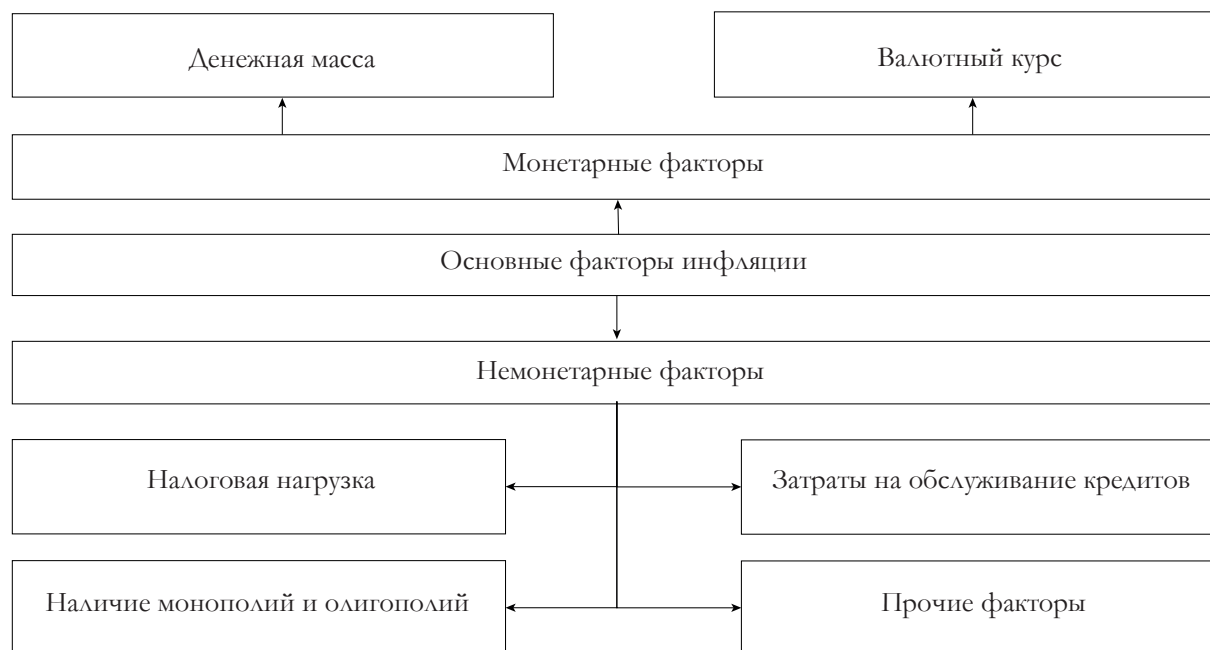
Выбор промежуточного целевого ориентира в основном определяет и режим денежно-кредитной политики. По мнению авторов настоящей статьи, под режимом следует понимать взаимосвязанную совокупность целей, инструментов и принципов монетарного регулирования, закрепленных официально на тот или иной период времени. Исходя из показанных на рисунке промежуточных целевых ориентиров денежно-кредитной политики, выделяются такие ее режимы, как монетарное таргетирование, таргетирование валютного курса, инфляционное таргетирование или таргетирование инфляции.

Монетарное таргетирование основано на прямом контроле над динамикой агрегатов денежной массы со стороны центрального банка. Прогнозируя спрос на деньги со стороны экономики, центральные банки корректировали соответствующим образом денежное предложение ограничивая, с одной стороны, прирост денежной базы, с другой, регулируя с помощью инструментов денежно-кредитной политики способность банковского сектора к мультипликативному расширению денежной базы. Тем самым обеспечивалась заданная динамика денежной массы, которая соответствовала, по оценкам центральных банков, необходимому уровню роста цен в экономике.

ИСТОРИЧЕСКИЙ И ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР

Исторически применение этого режима началось во времена так называемой Великой инфляции 1970-х гг., периода серии структурных кризисов в экономически развитых странах, который сопровождался существенным ростом уровня цен [1]. В частности, этот режим использовался центральными банками таких стран, как США, Япония, Канада, Великобритания, Германия, Швейцария в основном во второй половине 1970-х – первой половине 1980-х гг. В этот период на смену кейнсианским рецептам экономического регулирования начал приходить монетаризм, одним из центральных элементов которого являлся контроль над денежным предложением.

Разделение факторов инфляции на монетарные и немонетарные (рис. 3), осуществляется в соответствии с логикой, которая используется Банком России, относящим к числу монетарных факторы, которые центральный банк может прямо контролировать.



Составлено авторами по результатам исследования

Рис. 3. Основные группы факторов инфляции

Многофакторность инфляции, отход от принципов монетаризма и переход на теоретические основы нового неоклассического синтеза послужили основными причинами отказа от монетарного таргетирования в практике денежно-кредитного регулирования в развитых странах.

Лишь в некоторых странах, например, в Германии и Швейцарии, монетарное таргетирование использовалось вплоть до конца 1990-х гг. [2]. При этом, правда, этот режим использовался достаточно широко в странах с переходной экономикой, включая и Россию, на начальных этапах перехода к рынку для борьбы с высокой инфляцией, которая сопровождала решения по либерализации механизмов ценообразования.

Таргетирование валютного курса применялось на различных этапах во многих странах, включая и развитые, и развивающиеся страны. В условиях глобализации мировой экономической системы практически все страны в том или ином качестве включены в единые цепочки создания добавленной стоимости и международную систему разделения труда. Исходя из этого, так называемая импортируемая инфляция может иметь существенное влияние на уровень внутренних цен в экономике страны.

В особенности это касается таких стран, как Россия, у которых социально-экономическое развитие основывается на ресурсном экспорте, а значительная часть технологических и потребительских товаров импортируется.

Соответственно, во-первых, динамика курса оказывает прямое влияние на цены. Во-вторых, для поддержания внешней ценовой конкурентоспособности национального экспорта могут применяться механизмы искусственного занижения курсов национальной валюты. В-третьих, эти же механизмы позволяют ограничивать негативные эффекты так называемой «Голландской болезни» или, иначе, «ресурсного проклятия», «эффекта Гронингена» для национальной экономики [3].

При переходе к этому режиму с января 2015 г. Банк России заявлял о том, что одной из предпосылок инфляционного таргетирования является отказ от регулирования валютного курса рубля в соответствии с мировой практикой монетарного регулирования [4].

Режим таргетирования инфляции примерно с начала 2000-х гг. является одним из наиболее применяемых в практике монетарного регулирования в экономически-развитых странах. Этот режим основан на том, что в качестве основной цели денежно-кредитной политики используется ориентир по инфляции, заданный количественно, а промежуточным целевым ориентиром выступает прогноз центрального банка по инфляции на период от года до трех лет. Для приведения фактического уровня инфляции

к прогнозируемому и целевому значениям в рамках таргетирования инфляции центральные банки преимущественно используют в качестве основного инструмента денежно-кредитного регулирования процентную политику. В целом считается, что основное преимущество инфляционного таргетирования – это его гибкость и большая свобода действий центрального банка в проведении политики, чем при использовании режимов, основанных на единичных целевых ориентирах, например, по валютному курсу или денежной массе [5].

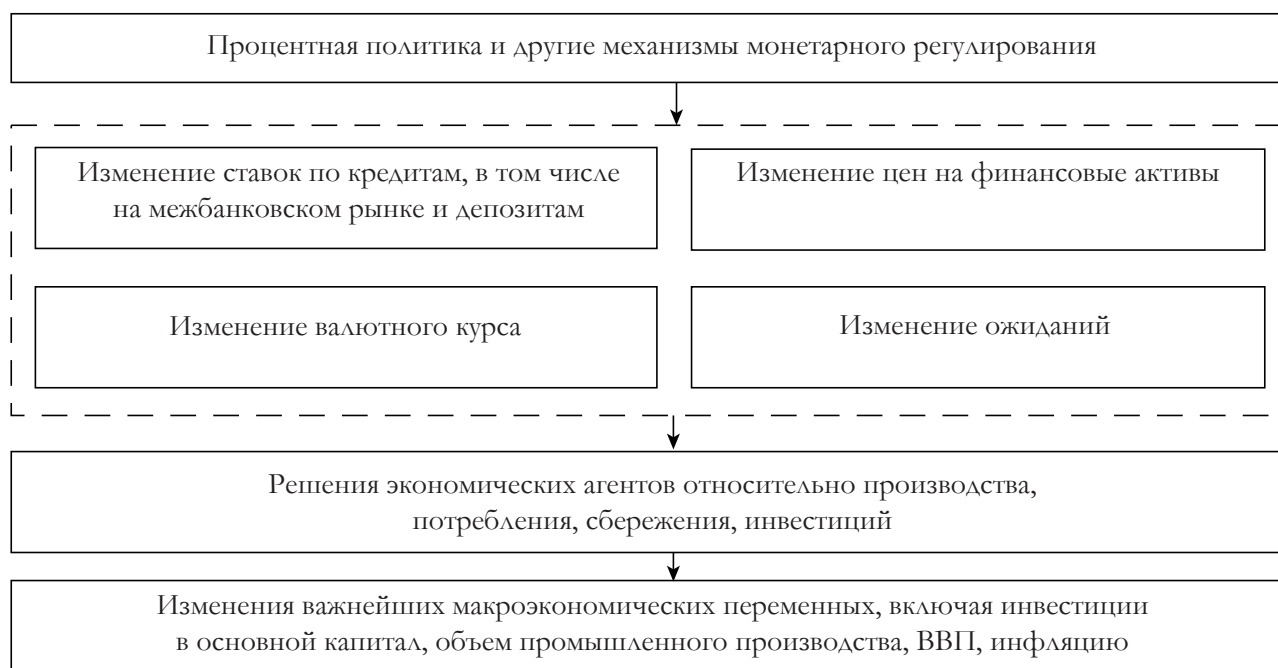
Количественное смягчение представляет собой еще один своеобразный режим денежно-кредитного регулирования, который возникает, когда есть необходимость стимулирования экономики монетарными методами, а ставка центрального банка, снижение которой выступает в нормальных условиях основным механизмом такого стимулирования, уже снижена практически до нулевых значений. В США в 2009–2014 гг. и 2020–2021 гг., в Еврозоне в 2009–2011 гг. и с 2015 г. применялись программы количественного смягчения или, иными словами, программы прямого выкупа активов центральными банками у банков и других финансовых организаций [6].

Влияние таких программ на экономику аналогично влиянию снижения ставки центрального банка. Однако разница состоит в том, что если при применении процентной политики в качестве механизма монетарного регулирования решение об объемах ликвидности, покупаемой у центрального банка, принимают сами банки, то при прямом выкупе активов эти решения принимаются центральным банком.

МЕТОДЫ И МЕХАНИЗМЫ

Безусловно, детальная оценка трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики является исключительно сложным методологическим вопросом и возможна только применительно к конкретным экономическим условиям [7]. Кроме того, у трансмиссионного механизма несколько каналов, а не только процентный, определяющий влияние изменений ставки центрального банка на экономику через общий уровень процентных ставок и доходность финансовых инструментов.

Тем не менее в условиях таргетирования инфляции, а именно этот режим является базовым в современных условиях монетарного регулирования, денежно-кредитное регулирование экономики осуществляется центральными банками в основном через процентный канал. В общем виде трансмиссионный механизм можно в данном случае представить так, как это представлено на рисунке 4.



Составлено авторами по результатам исследования

Рис. 4. Схематическое представление трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Таким образом, один из основных каналов воздействия денежно-кредитной политики на экономику – это изменение условий финансирования реального сектора через финансовый рынок, в состав которого включается кредитный рынок. При повышении ставки центрального банка заимствования через кредит и долговые ценные бумаги становятся дороже, при снижении – наоборот. Это оказывает прямое влияние на текущую и инвестиционную деятельность субъектов хозяйствования, на доходы и конечное потребление домашних хозяйств [8].

Для населения, с одной стороны, ставки по кредитам определяют доступность ипотечного и потребительского кредитования. И то, и другое, на конечное потребление домашних хозяйств, а это важнейшая составляющая совокупного внутреннего спроса, а также существенная часть ВВП, рассчитываемого по методу использования. В России, например, конечное потребление домашних хозяйств составляет около половины ВВП (49-53 %) ВВП в последние годы [9], в развитых странах оно выше.

С другой стороны, на динамику доходов населения могут оказывать ставки по корпоративным кредитам. В странах с финансовыми системами так называемого континентального типа (Россия, Германия, многие европейские страны) финансирование реального сектора осуществляется в большей степени за счет кредита. В России, например, более 50 % оборотного капитала в реальном секторе экономики финансируется через банковское кредитование. Для финансовых систем англо-саксонского типа (Великобритания, США и другие), характерно финансирование корпораций через фондовый рынок.

Если ставка по корпоративным кредитам ниже нормы рентабельности активов в реальном секторе, то обслуживание предприятиями кредитов осуществляется за счет прибыли, что является нормальным. Однако при кредитных ставках выше рентабельности, а такая ситуация, сохраняется в России на протяжении по крайней мере пяти последних лет, кредиты начинают обслуживаться за счет размыwania оборотных средств, а это, в частности, фонды заработной платы [10].

Кроме того, исходя из того, что за счет корпоративного кредита финансируется значительная часть инвестиций в оборотный и основной капитал, ставка по кредиту оказывает существенное и прямое влияние на инвестиционную активность, объем промышленного производства и динамику ВВП. А в ситуации, когда ставки выше рентабельности, возникают предпосылки для роста инфляции, поскольку обслуживание кредита за счет оборотных средств повышает издержки предприятий.

Изменение уровня ставок межбанковского, депозитного и кредитного рынка, а также доходности инструментов финансового рынка в том же направлении, что и первоначальное изменение ставки центрального банка, вызывает, среди прочего, дополнительный приток или отток иностранного капитала на внутренний рынок страны при прочих равных условиях, что оказывает влияние на валютный курс. При этом, базовым инструментом прямого воздействия на валютный курс со стороны центрального банка остаются валютные интервенции и другие инструменты валютной политики, а также меры валютного регулирования и валютного контроля.

Наконец, изменение ставки центрального банка оказывает влияние на экономические ожидания. В монетаризме сформировалась концепция рациональных ожиданий. В соответствии с этой концепцией население, предприятия действуют рационально и при принятии экономических решений используют всю доступную экономическую информацию, в том числе информацию об экономической политике, а также собственный опыт. Из монетаризма концепция рациональных ожиданий перешла в современный мейнстрим экономической науки, то есть в новый неоклассический синтез [11].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рациональность экономических ожиданий, равно как и вытекающая из нее идея о том, что экономика стремится к равновесию, неоднократно критиковались. Тем не менее тот факт, что экономические субъекты принимают экономические решения исходя из собственного видения происходящего и собственного опыта, не оспаривается, как и то, что экономические ожидания по этой причине в значительной мере определяют результаты экономической и, в частности, денежно-кредитной политики.

По этой причине центральные банки прилагают значительные усилия для стабилизации ожиданий, через обеспечение прозрачности этой политики, через объяснение своих действий широкой

общественности, а главное – через выполнение принятых на себя обязательств в части достижения ориентиров своей политики.

Основная цель применения системы целевых ориентиров в практике монетарного регулирования – повышение прозрачности политики центрального банка, которое должно способствовать повышению доверия к ней со стороны населения и предприятий и, тем самым, дополнительно стабилизировать экономические ожидания.

Центральные банки несут ответственность и за содействие росту экономики, за обеспечение доступности банковского кредита, за уровень занятости и другие показатели, связанные с функционированием реального сектора экономики, которые зависят не только от действий центрального банка, но и от политики правительства.

Безусловно, авторами излагается упрощенная трактовка трансмиссионного механизма. На практике оценка его основных каналов и параметров осуществляется с применением весьма сложного экономико-математического аппарата, и даже он не гарантирует получение работающих моделей, которые позволили бы с достаточной точностью прогнозировать влияние действий центрального банка на экономику.

Библиографический список

1. Atkinson P. et al. *The Efficacy of Monetary Targeting: the Stability of Demand for Money* [Эффективность монетарного таргетирования: стабильность спроса на деньги]. <https://www.oecd.org/finance/monetary/2502627.pdf> (дата обращения: 30.05.2022).
2. Laubach T., Posen A. Disciplined discretion: Monetary targeting in Germany and Switzerland / *Princeton University Essays in International Finance*. 1997; (206): 52 p.
3. Kakanov E., Blöchliger H., Demmou L. Resource Course in Oil-Exporting Countries. *OECD Economics Department Working Papers*. 2018; 1511, 36 p.
4. Hofman D., et al. Intervention Under Inflation Targeting--When Could It Make Sense? IMF Working paper. 2020; 20/9. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/01/17/Intervention-Under-Inflation-Targeting-When-Could-It-Make-Sense-48938> (дата обращения: 29.05.2022).
5. Бурлачков В.К., Паушева Т.Е. Концептуальные и практические аспекты инфляционного таргетирования. *Российское предпринимательство*. 2018; 19:10: 2803-2814.
6. Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions / Congressional Research Service [Денежно-кредитная политика и Федеральная резервная система: текущая политика и условия / Исследовательская служба Конгресса]. <https://fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf> (дата обращения: 30.05.2022).
7. Косарин С.П. Гибкие методики управления проектами в сфере государственного и муниципального управления. *Муниципальная академия*. 2017; 1: 29-33.
8. Дробышевский С., Кнюцевская А., Трунин П. Возможности процентной политики центральных банков. *Экономическая политика*. 2018; 13:4: 42-61.
9. Исползованный валовой внутренний продукт. http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/vvp-god/tab24.htm (дата обращения: 29.05.2022).
10. Братарчук Т.В. Основные проблемы налогового контроля в Российской Федерации. *Самолуправление*. 2021; 6(128): 190-193.
11. Автономов В.С. Экономическая теория до и после Великой рецессии. *Вопросы теоретической экономики*. 2018; 2: 56-63.

References

1. Atkinson P. et al. *The Efficacy of Monetary Targeting: the Stability of Demand for Money*. <https://www.oecd.org/finance/monetary/2502627.pdf> (accessed 30.05.2022).
2. Laubach T., Posen A. Disciplined discretion: Monetary targeting in Germany and Switzerland / *Princeton University Essays in International Finance*. 1997; 206: 52 p.
3. Kakanov E., Blöchliger H., Demmou L. Resource Course in Oil-Exporting Countries / *OECD Economics Department Working Papers*. 2018; 1511, 36 p.
4. Hofman D., et al. Intervention Under Inflation Targeting--When Could It Make Sense? /IMF Working Paper. 2020; 20/9. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/01/17/Intervention-Under-Inflation-Targeting-When-Could-It-Make-Sense-48938> (accessed 29.05.2022).
5. Burlachkov V.K., Pausheva T.E. Conceptual and practical aspects of inflation targeting. *Russian Entrepreneurship*. 2018; 19:10: 2803-2814.
6. Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions / Congressional Research Service. <https://fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf> (accessed 30.05.2022).

7. Kosarin S.P. Flexible methods of project management in the sphere of state and municipal management. *Municipal Academy*. 2017; 1: 29-33.
8. Drobyshevsky S., Kiyutsevskaia A., Trunin P. Possibilities of the interest rate policy of central banks. *Economic policy*. 2018, 13:4: 42-61.
9. Used gross domestic product. http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/vvp-god/tab24.htm (accessed 30.05.2022).
10. Bratarchuk T.V. Main problems of tax control in the Russian Federation. *Self-management*. 2021; 6(128): 190-193.
11. Avtonomov V.S. Economic theory before and after the Great Recession. *Issues of Theoretical Economics*. 2018; 2: 56-63.