

На правах рукописи



ГРАЧЕВ ГРИГОРИЙ ВЛАДИМИРОВИЧ

**ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА  
РОССИИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Санкт-Петербург

2017

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет»

**Научный руководитель:** **ШАВШУКОВ Вячеслав Михайлович**,  
доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономической теории и экономической политики федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный университет»

**Официальные оппоненты:** **КОНЯГИНА Мария Николаевна**,  
доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры банков, финансовых рынков и страхования федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»

**КРОЛИВЕЦКАЯ Валерия Эдуардовна**,  
доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры банковского бизнеса и инновационных финансовых технологий автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт»

**Ведущая организация:** Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт экономики Российской академии наук

Защита состоится 23 мая 2017 г. в 17:00 на заседании диссертационного совета Д212.232.36 при ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный университет» по адресу: 191123, Санкт-Петербург, ул. Чайковского д.62, ауд. 415.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке им. М. Горького Санкт-Петербургского государственного университета по адресу: 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9 и на сайте Санкт-Петербургского государственного университета по адресу: <https://disser.spbu.ru/disser/soiskatelyu-uchjonoj-stepeni/dis-list/details/12/1142.html>

Автореферат разослан «10» марта 2017 г.

Ученый секретарь диссертационного совета,  
кандидат экономических наук, доцент



И.А. Дарушин

## I. Общая характеристика работы

**Актуальность темы диссертационного исследования.** Одной из важных и актуальных проблем для целого ряда стран являются вопросы развития национальной экономики и воспроизводства экономического роста. Фундаментальные основы экономического развития государства закладываются в эффективном функционировании его финансовой системы, задании таких параметров монетарной политики, которые позволяют обеспечить экономический рост. Ведущие государства мира достигали приемлемых темпов развития национальной экономики за счет эффективно выстроенной системы государственной денежно-кредитной политики (гибкая и последовательная политика регуляторов, стабильный и конкурентоспособный банковский сектор, стимулирующие экономику ставки, использование инновационных инструментов денежно-кредитного регулирования). Основными драйверами роста являются действия экономических агентов, инвестиционные проекты, внедрение технологических инноваций, однако без инфраструктуры, созданной эффективным денежно-кредитным регулированием, устойчивое развитие национальной экономики невозможно. Основным реципиентом денежно-кредитного регулирования выступает банковская система, при помощи которой, и через которую, Центральный Банк осуществляет свое регулирование.

Новые реалии на внутреннем рынке и международных товарных и финансовых рынках подталкивают центральные банки стран мира искать новые подходы в денежно-кредитной политике, переосмысливать устоявшиеся представления о целях, функциях регулирования. Дуализм целей и плюрализм инструментов – это ответ на новые реалии рынков, противоречий в мировой экономике и геополитике.

В российской экономической системе, монетарная политика является составной частью государственной экономической политики и реализуется Центральным Банком (Банком России). Денежно-кредитная политика, реализуемая Банком России, прежде всего, ориентирована на цели антиинфляционного регулирования, что оказывает дестимулирующее влияние на развитие национальной экономики. С другой стороны, давление внешних макроэкономических факторов на российскую экономику, отрицательные темпы экономического роста в 2015–2016 гг., требуют использования дополнительных ресурсов, способных обеспечить эффективное развитие страны. Таким ресурсом является государственная монетарная политика, обладающая скрытым резервом, способным обеспечить выход экономики на новые траектории роста. В диссертационном исследовании рассматривается монетарная политика, реализуемая Банком России в 2006–2016 гг., и обосновывается необходимость изменения целевых ориентиров государственной денежно-кредитной политики и использования новых инструментов регулирования монетарной среды.

**Степень научной разработанности проблемы.** Исследованиями экономической политики государства и государственной денежно-кредитной политики занимался целый ряд выдающихся мировых ученых: Д.М. Кейнс, И. Фишер, М. Фридман, П. Самуэльсон, Д. Патинкин, А.С. Пигу, К. Менгер и другие. Исследованием инструментов реализации денежно-кредитной политики занимались такие ученые как: М. Фридман, К. Бруннер, К. Рогофф, Д. Хикс, Р. Холл, Дж. Стиглиц, П. Кругман, А. Гринспен, Б. Бернанке, А. Кудрин, А. Дворкович, С. Алексашенко, Е. Ясин, Е. Гурвич, О. Вьюгин и другие. Также, диссертация опирается на теоретические положения, обозначенные в трудах: Б. Бернанке, К. Юдаевой, С. Дубинина, А. Алтуняна, М. Романовского, Д. Ананьева, В. Иванова, А. Симановского, Г. Тосуняна, А. Хандруева, Н. Савинской, С. Семенова, О. Смирновой и других.

**Цели и задачи исследования.** Целью исследования является научное обоснование необходимости модернизации инструментов денежно-кредитной политики России для стимулирования экономического роста в условиях рыночных ограничений на внутреннем и внешнем рынках. Для достижения данной цели ставятся следующие задачи. Во-первых, анализируется состояние российской банковской системы, являющейся основным реципиентом воздействия монетарной политики, выявляются ее сильные и слабые стороны. Во-вторых, систематизируются целевые ориентиры и оперативные задачи денежно-кредитной политики ЦБ РФ, а также определяются наиболее действенные финансовые инструменты. В-третьих, анализируется и оценивается эффективность монетарной политики Банка России, проводимой при помощи имеющегося арсенала инструментов, рассматривается его регулирование антикризисного и контрциклического характера. Наконец, выдвигаются предложения по использованию новых инструментов и способов осуществления монетарного воздействия, и требуемому реформированию целей и задач российской денежно-кредитной политики.

**Объектом** диссертационного исследования является монетарная система России, в рамках которой определяется эффективность проводимой денежно-кредитной политики. **Предметом** исследования являются инструменты монетарной политики Банка России в условиях новых реалий рынков.

**Область исследования.** Тема и содержание диссертации соответствуют паспорту ВАК (экономические науки) научной специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»: п. 11.2. Особенности формирования денежно-кредитной политики РФ и механизмов ее реализации в современных условиях; п. 11.5. Приоритеты современной денежно-кредитной политики и реакция реального сектора на ее осуществление.

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в разработке концепции реформирования инструментов монетарной политики Банка России, предполагающей дуализм целей (фокус не только на антиинфляционное регулирование, но и на

обеспечение устойчивого экономического роста) и плюрализм соответствующих им инструментов реализации денежно-кредитной политики. **Наиболее существенные научные результаты, полученные лично соискателем, выносимые на защиту:**

1. Выдвинута и подтверждена авторская гипотеза о валютной основе эмиссионной политики Банка России. Показана ограниченность применения Банком России инструментов реализации монетарной политики, использовании исключительно валютного канала денежной эмиссии. В обоснование гипотезы построена экономико-математическая модель отражающая зависимость денежной эмиссии от валютных активов (2003–2014 гг.).
2. Предложена схема реформирования целевых ориентиров и КРІ (ключевых показателей эффективности) Банка России, предполагающая дуализм целей в рамках режима гибкого инфляционного таргетирования: не только антиинфляционное регулирование, но и обеспечение устойчивого экономического роста; в качестве КРІ предложено использование показателей роста ВВП, процентных ставок, макроэкономических индикаторов внешних рынков (например, цен на энергоносители).
3. Предложена система денежно-кредитного обеспечения стимулирования экономического роста, предполагающая применение инструментов монетарной политики: Банк России выступает в роли маркет-мейкера на рынках (хеджирует процентные риски) и рефинансирует инвестиционные проекты (программа льготного кредитования для реального сектора).
4. Обоснован механизм реформирования существующих инструментов регулирования монетарной сферы, предполагающий переход к использованию рынка государственного долга как инструмента денежно-кредитной политики (в том числе, в целях эмиссии национальной валюты), изменение подходов к рынку межбанковского кредитования (Банк России выступает как маркет-мейкер и агент развития).

**Теоретической основой исследования** стали работы зарубежных и отечественных экономистов, нормативно-правовые акты формирующие контур воздействия денежно-кредитной политики, исследования практики монетарного регулирования.

**Практическая значимость диссертации.** Практические результаты исследования могут использоваться при разработке рекомендаций для совершенствования монетарного регулирования в современной российской экономике в условиях давления внутренних кризисных факторов, высокой волатильности на внешних рынках и нестабильного макроэкономического фона. Предлагаемые в работе механизмы и инструменты реализации монетарной политики могут быть успешно инкорпорированы в оперативный арсенал мер воздействия, используемых в практике Банка России. Результаты диссертационного исследования могут быть использованы при составлении учебно-методических пособий и подготовке программ учебных дисциплин макроэкономического характера на экономических

факультетах высших учебных заведений.

**Методология и методы исследования.** Диссертация базируется на целом ряде методов, среди которых философские методы исследования: индукция и дедукция, анализ и синтез, диалектический метод, формализация, экстраполяция, абстрагирование и идеализация и т.д. Также используются общенаучные методы проведения исследовательской работы: метод сравнительного анализа, метод статистического анализа, метод системного анализа, метод компьютерного анализа и экономико-математические методы.

В основе методологии диссертационного исследования лежат основополагающие научные принципы (конкретности, единства исторического и логического) и подходы (междисциплинарный, эволюционный, системный). В основе работы лежит системный подход, предполагающий системно-проблемное структурирование диссертации, что в свою очередь, позволяет создать авторскую теоретико-методологическую схему исследования, определяет общую концепцию и механизм проведения исследования, структуру и логику изложения. В процессе работы над диссертационным исследованием, использовались теории и базисные положения и макроэкономической теории, теории кредита и финансов, теории монетарной политики, истории экономических учений и др.

**Основные научные результаты исследования и положения, выносимые на защиту:**

1. Выдвинута гипотеза об ограниченности инструментов денежной эмиссии в российской экономике. В обоснование этой гипотезы построена эконометрическая модель зависимости между денежной эмиссией и операциями, проводимыми Банком России на валютном рынке в 2003–2014 гг.: согласно этой модели, рублевая ликвидность направлялась в экономику исключительно через «золотовалютный» канал. Узость доступных инструментов эмиссии порождает слабость регулятора денежно-кредитной политики, невозможность полноценно и полномасштабно осуществить стимулирование экономики, зависимость регулятора от внешних факторов.

2. Предложена новая схема оживления кредитования: стимулирование кредитования под плавающую ставку и создание Банком России процентного свопа, позволяющего хеджировать процентные риски. Внедрение данного механизма создает поддерживающую инфраструктуру рынка кредитования и обеспечивает стимулирование кредитной активности.

3. Обоснован механизм стимулирования кредитования реального сектора, предполагающий использование льготной системы рефинансирования кредитных организаций под реальные инвестиционные проекты. Внедрение предложенной программы позволит снизить кредитный спред (credit spread indicator) и увеличить объем кредитования в стимулируемом направлении.

4. Предложен механизм реформирования рынка государственного долга и превращению

его в один из инструментов денежной эмиссии, который будет свидетельствовать о переходе от «золотовалютного» канала к реальной эмиссии, независимой денежно-кредитной политике.

5. Обоснован переход Банка России к дуализму целей и плюрализму адекватных им инструментов. Предложен проект реформирования основ монетарной политики Банка России: целей и задач Банка, основных зон воздействия и ключевых показателей эффективности, в том числе, на основе опыта развитых экономик. Предложена новая программа денежно-кредитной политики, использующая сочетание целей антиинфляционного регулирования и стимулирования экономики, режима «гибкого инфляционного таргетирования».

**Информационная база.** Диссертационное исследование базируется на исследованиях известных теоретиков макроэкономического и монетарного профиля, публикациях практиков, отвечающих за реализацию денежно-кредитной политики, публикациях ведущих центров изучения макроэкономической конъюнктуры, официальной статистической отчетности и т.д. Информационной базой исследования выступают четыре основных типа источников, используемых в данной работе:

а) научные источники (монографии, статьи в научных журналах, материалы научных конференций и семинаров и т.д.);

б) статистические источники (статистика Банка России, Федеральной службы государственной статистики, Банка Англии, Банка Норвегии, отчеты Банка России и Министерства Финансов Российской Федерации и т.д.);

в) официальные документы и нормативные акты (Закон о Центральном Банке Российской Федерации, Гражданский Кодекс, Закон о банках и банковской деятельности, Закон о Банке Норвегии, Закон о ФРС США, Закон о Банке Англии и т.д.);

г) собственные расчеты автора, основанные на данных из выше перечисленных источников и их результаты.

**Степень достоверности и апробация результатов исследования.** Достоверность результатов диссертационного исследования обеспечивается использованием в работе официальной нормативно-правовой базы России, Англии, Германии, Норвегии, США, официальных статистических данных, успешной апробацией полученных в диссертации выводов и рекомендаций.

Результаты научного исследования докладывались на следующих конференциях: XXXVIII Международной научно-практической конференции «Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд» (г. Новосибирск, 24 февраля 2016 г.); Девятнадцатой международной конференции молодых ученых-экономистов «Предпринимательство и реформы в России» (г. Санкт-Петербург, 21–22 ноября 2013 г.); Международной конференции “Innovationen in der Wissenschaft: Theorie und Praxis” (25 Марта 2016 г., г. Вена, Австрия);

Конференции молодых ученых-экономистов «Интеграционные процессы: влияние на экономическое развитие» (г. Санкт-Петербург, 19 апреля 2013 г.); Международном молодежном научном форуме «ЛОМОНОСОВ-2013» МГУ имени М.В. Ломоносова (г. Москва, 9–10 апреля 2013 г.); XXV Международной научно-практической конференции «Проблемы современной экономики» (г. Новосибирск, 29 мая 2015 г.). Основные положения диссертации получили положительную оценку на всероссийских научно-практических конференциях; по результатам исследования опубликовано 9 печатных работ, в том числе 3 статьи в изданиях, рекомендованных ВАК РФ.

**Объем и структура диссертации.** Диссертационное исследование объемом 173 страницы состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы, включающего 125 наименований (в т.ч. 36 на иностранных языках), 8 таблиц и 28 рисунков.

## **II. Основные положения и результаты исследования, выносимые на защиту**

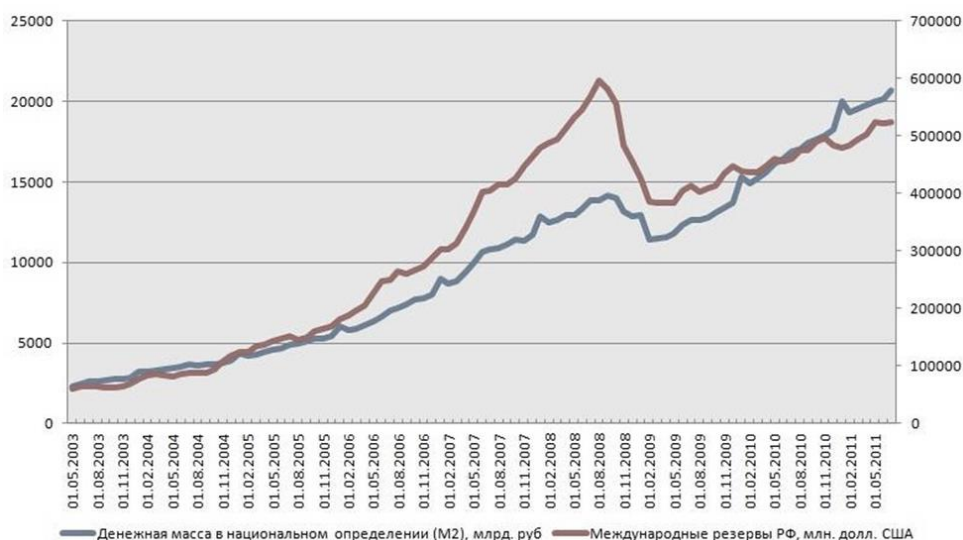
**Выдвинута гипотеза об ограниченности инструментов денежной эмиссии в российской экономике. В обоснование этой гипотезы построена эконометрическая модель зависимости между денежной эмиссией и операциями, проводимыми Банком России на валютном рынке в 2003–2014 гг.: согласно этой модели, рублевая ликвидность попадала в экономику исключительно через «золотовалютный» канал. Узость доступных инструментов эмиссии порождает слабость регулятора денежно-кредитной политики, невозможность полноценно и полномасштабно осуществить стимулирование экономики, зависимость регулятора от внешних факторов.**

В условиях кризиса, большинство Центральные банки стран мира стремятся проводить мягкую денежно-кредитную политику, тем самым определяя необходимость стимулирования экономического роста. Одним из инструментов смягчения регулирования, традиционно, является снижение стоимости денег в экономике, транслируемое через канал снижения процентной ставки. В таком случае, в финансовой системе появляются дополнительная ликвидность, способная стать причиной увеличения как инвестиционной, так и потребительской активности. В то же время, Банк России в период кризиса избрал специфическую политику в отношении процентных ставок, которая часто критиковалась представителями научного сообщества. Банк России несколько раз увеличивал процентные ставки, что может быть объяснено стремлением регулятора сжать ликвидность с целью антиинфляционного регулирования. В то же время, на наш взгляд, это является не единственной причиной таких действий Центрального Банка, для рассмотрения других причин



следует обратить внимание на особенности денежной эмиссии в отечественной экономике.

Фундаментальной особенностью денежной эмиссии Банка России в докризисный период была ее ориентация на валютный канал. Ключевым механизмом снабжения российской экономики рублевой ликвидностью является эмиссия рублей под покупку иностранной валюты. Для доказательства этого тезиса следует рассмотреть взаимосвязь между двумя объектами: объемом денежной массы (M2) в российской экономике и величиной золотовалютных резервов, находящихся под контролем Банка России



**Рисунок 1.** Динамика роста международных резервов РФ и денежной массы в национальном определении (денежный агрегат M2)<sup>1</sup>, 2003–2011 гг.

В графической форме это соотношение представлено на рисунке 1. В данном случае, очевидно, что, исключая резкий докризисный рост резервов (связанный, прежде всего, с быстрым и значительным ростом цен на нефть), в целом увеличение денежной массы имеет взаимосвязь с динамикой колебания золотовалютных резервов Банка России. Для анализа необходимо подробнее рассмотреть два обозначенных соотношения, задействовав аппарат эконометрических методов, и построив модель их взаимосвязи. В рассматриваемой модели использованы ежемесячные данные об объеме золотовалютных резервов и денежной массе, период наблюдения 99 месяцев, приняты следующие обозначения: ZVR – объем международных резервов в Банке России, MASSA – объем денежной массы в национальном определении (таблица 1).

Таблица 1

**Модель зависимости денежной массы в национальном определении (денежный агрегат M2) от международных резервов РФ.**

<sup>1</sup> Построено Автором на основании данных ЦБ РФ // Центральный Банк Российской Федерации [сайт]. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 27.05.2016).

Dependent Variable: MASSA				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/16 Time: 23:07				
Sample (adjusted): 2003M06 2011M07				
Included observations: 98 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ZVR	0.044958	0.014250	3.154868	0.0021
MASSA(-1)	0.940267	0.019702	47.72461	0.0000
R-squared	0.997060	Mean dependent var		9.026735
Adjusted R-squared	0.997030	S.D. dependent var		0.631131
S.E. of regression	0.034398	Akaike info criterion		-3.881466
Sum squared resid	0.113586	Schwarz criterion		-3.828712
Log likelihood	192.1918	Hannan-Quinn criter.		-3.860128
Durbin-Watson stat	2.154570			

Рассмотренная модель позволяет сделать вывод о наличии прямой зависимости между объемом денежной массы и золотовалютными резервами Банка России в условиях российской экономики. Данную взаимосвязь можно описать уравнением  $M=0,04Z+0,94M(-1)+C$  (где  $M$  – денежная масса,  $Z$  – объем золотовалютных резервов, а  $C$  – константа). Как прямой, так и скорректированный коэффициент детерминаций находятся вблизи максимального значения (0,99), что свидетельствует о том, что колебания зависимой переменной (денежная масса) объясняются изменением рассматриваемых параметров. Дополнительные информационные критерии (Akaike info criterion, Schwarz criterion) подтверждают достаточное качество построенной модели. Таким образом, следует сделать вывод о правильности исходной гипотезы: Банк России проводит эмиссию рублей в соответствии с объемом золотовалютных резервов. Регулятор денежной политики в 2003–2011 гг. предоставлял рублевую ликвидность в денежной системе путем приобретения иностранной валюты у экономических агентов. Таким образом, потребность экономики в ликвидности определялась не только фундаментальными факторами, но и валютным рынком. В условиях перехода к плавающему курсу рубля в 2014 г. Банк России вынужден активнее использовать иные каналы эмиссии рубля.

**Предложена новая схема оживления кредитования: стимулирование кредитования под плавающую ставку и создание Банком России процентного свопа, позволяющего хеджировать процентные риски. Внедрение данного механизма создает поддерживающую инфраструктуру рынка кредитования и обеспечивает стимулирование кредитной активности.**

Одним из решений, позволяющих частично снизить процентные риски для банка, являются кредиты, выдаваемые под плавающую процентную ставку. Механизм выдачи такого

кредита предполагает использование двух составляющих: индикативной ставки доходности и индивидуального риска каждого конкретного заемщика. Для выдачи кредита к базовой ставке доходности добавляется индивидуальный риск каждого конкретного заемщика, измеряемый в процентных пунктах. Такие кредиты отличаются сравнительно более выгодными условиями, как для банка, так и для заемщика. В России подобные механизмы кредитования в корпоративном сегменте используются крайне ограничено. Основной причиной этого является отсутствие необходимой для повсеместного внедрения такого механизма инфраструктуры: общепризнанной и авторитетной benchmark и инструмента хеджирования рисков для банков.

Зоной воздействия Банка России должно стать развитие и создание поддерживающей инфраструктуры долгосрочного кредитования. Как уже было указано выше, коммерческие банки нуждаются в механизме, позволяющим при необходимости снизить риски выданных кредитов, в том числе, кредитов под плавающую ставку. Для создания такой хедж-стратегии необходим дополнительный инструмент, на данный момент, не используемый в российской экономике. Таким инструментом может стать специальный своп-контракт. Учитывая неразвитость этой сферы и стратегическую значимость создания системы долгосрочного кредитования для российской экономики, целесообразно, чтоб на первом этапе к использованию этого механизма подключился Банк России. В данном случае, только регулятор сможет эффективно выполнять функции маркетмейкера, определяя своей целью не получение прибыли (как классические игроки рынка), а развитие и создание самой системы хеджирования процентных рисков, являющейся составной частью системы долгосрочного финансирования.



*Рисунок 2. Схема хеджирования рисков операцией с процентным свопом при выдаче кредита под плавающую ставку<sup>2</sup>.*

<sup>2</sup> Составлено Автором.

На рисунке 2 представлено функциональное взаимодействие между экономическими агентами в предлагаемой схеме. Банк России, используя предложенную выше схему, получает дополнительные инструменты мягкого косвенного воздействия. Регулятор, при необходимости, в состоянии осуществлять действия, приводящие к снижению ставки benchmark, и тем самым делать более привлекательным долгосрочное кредитование. При необходимости, Банк России также имеет возможность задавать прямые количественные параметры соответствующих ставок, и, задавая предельные значения рассматриваемых параметров, проводить интервенции на границах вводимого коридора (например, если в качестве benchmark используется облигационный индекс). Таким образом, Банк России решает сразу несколько задач, используя предложенный механизм: получает новый инструмент реализации денежно-кредитной политики, развивает банковскую систему и стимулирует долгосрочное кредитование в российской экономике.

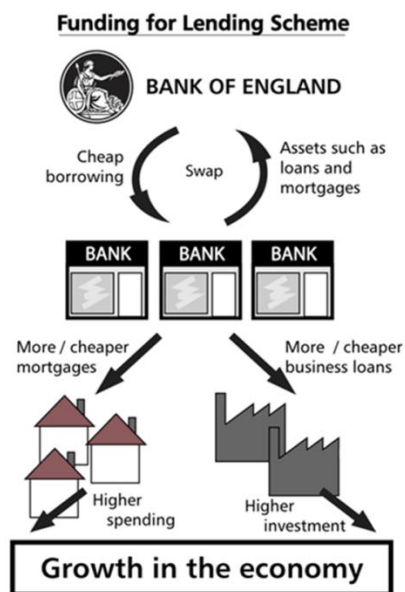
**Обоснован механизм стимулирования кредитования реального сектора, предполагающий использование льготной системы рефинансирования кредитных организаций под реальные инвестиционные проекты. Внедрение предложенной программы позволит снизить кредитный спред (credit spread indicator) и увеличить объем кредитования в стимулируемом направлении.**

В современной российской экономике в последние годы возникает потребность в дополнительном стимулировании в условиях падающей экономической активности. В данном случае очевидна необходимость искать иные каналы стимулирования экономики, необходимость предотвращать рецессию и находить новые драйверы экономического роста.

В таких условиях принципиально важным фактором становится выбор объекта проведения политики стимулирования. Зачастую, большинством Центральными Банками, органов власти экономического блока, в качестве такого объекта используется финансовый сектор. В развитых странах, где есть устойчивая институциональная среда, и возможность реальному сектору использовать предлагаемые банками инструменты своего развития такие меры являются достаточными. В то же время, в условиях повышенного давления внешних макроэкономических факторов на российскую экономику в 2014–2016 гг. такое стимулирование для России будет недостаточным. Идея использования денежной массы в качестве дополнительного драйвера для экономики активно используется в развитых странах (программы QE «количественного смягчения» по сути, представляют собой дополнительные программы денежной эмиссии) и может быть использована в России. Особенность российской экономики, в данном случае, заключается в недоступности «новых денег» для реального сектора. В условиях волатильного рынка и плавающего валютного курса, нестабильного макроэкономического фона, кредитные организации стремятся использовать имеющиеся

ресурсы с приемлемым уровнем риска, работать на финансовых рынках, а не в реальной экономике. России необходимы иные механизмы воспроизведения экономического роста, транслирующие ликвидность в реальный сектор.

В качестве подобного дополнительного канала предоставления ликвидности может выступить инструмент, успешно использованный Банком Англии с целью стимулирования британской экономики. Предлагаемая программа Funding for Lending (схема представлена на рисунке 3) состоит из нескольких этапов и направлена на стимулирование прямого кредитования реального сектора экономики.



*Рисунок 3. Схема программы «Funding for Lending», используемой Банком Англии с 2009 г. по настоящее время<sup>3</sup>.*

Используя предложенный механизм, коммерческие банки получают возможность привлекать ликвидность в Центральном Банке под льготную процентную ставку при выполнении определенного ряда условий. Важнейшим из таких условий является увеличение объема кредитования в направлении реального сектора за предыдущий отчетный период. В таком случае коммерческий банк в следующем отчетном периоде получает возможность привлечения ликвидности под ставку ниже ставки рефинансирования. В случае внедрения такой программы в России, целесообразно рассмотреть возможность внедрения формальных критериев, позволяющих регулировать величину дисконта к ставке рефинансирования в зависимости от объема увеличения кредитного портфеля в реальном секторе. С целью нивелирования риска краткосрочного использования данного инструмента коммерческими банками в программе предусмотрен механизм наложение определенных штрафных санкций в

<sup>3</sup> Funding for Lending scheme // Официальный сайт Казначейства Великобритании [сайт]. URL: [http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon\\_fundingforlending\\_index.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon_fundingforlending_index.htm) (дата обращения: 14.03.2016).

случае снижения кредитной активности, предполагающий увеличение ставки. В случае резкого сокращения объема кредитования, целесообразно рассмотреть повышение ставки до уровня, превышающего ставку рефинансирования. Предлагаемые меры создают дополнительный канал предоставления ликвидности в реальный сектор и создают эффективную систему сдержек и противовесов, стимулирующую банки использовать данный механизм без злоупотребления.

В отечественной монетарной системе традиционно основной упор в деятельности Банка России делается на антиинфляционное регулирование. Используемые в данный момент ориентиры денежно-кредитной политики оказывают дестимулирующее влияние на экономику, подавляют экономический рост и инвестиционную активность. Ключевой причиной снижения ВВП, появления рецессионных элементов в российской экономике является неспособность экономических агентов, заинтересованных в увеличении активности, привлечь «дешевые длинные деньги». Такая ликвидность способна стать базой для реализации долгосрочных инвестиционных проектов, способствовать обновлению капитала и основных фондов предприятий, обеспечить появление новой инфраструктуры. Тем не менее, российские коммерческие банки неспособны предоставить такую ликвидность, справедливо указывая на отсутствие необходимых инструментов рефинансирования со стороны Центрального Банка. Очевидно, что в условиях, когда основными каналами привлечения ликвидности для российских банков являются или депозиты и вклады (которые по определению не могут быть базой для долгосрочного фондирования) или зарубежная ликвидность (которая в текущих условиях является рискованным инструментом фондирования), банки не в состоянии давать «дешевые длинные деньги». В таком случае, взять на себя стимулирующую роль катализатора рынка способен Банк России, используя предложенную схему.

Одно из ключевых опасений Банка России заключается в том, что предлагаемая ликвидность попадет не в реальную экономику, а на финансовый рынок, прежде всего на валютный рынок в данном случае неоправданно. В предлагаемой системе четко отражены параметры увеличения кредитования реального сектора, при соблюдении которых будет предлагаться пониженная ставка привлечения ликвидности. Итак, одним из способов разрешения проблемы замедления российской экономики и снижения инвестиционной активности могут стать целевые кредиты реальному сектору, косвенно субсидируемые Банком России. Предлагаемые меры связаны с изменением ключевых ориентиров политики Банка России в монетарной сфере от параметров инфляционного сдерживания к показателям экономического роста и увеличения инвестиционной активности, как ключевым показателям эффективности Банка России.

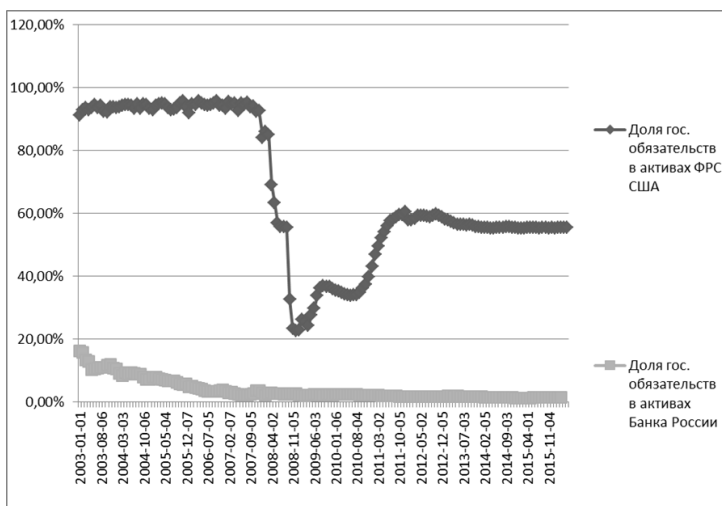
**Предложен механизм реформирования рынка государственного долга и превращению его в один из инструментов денежной эмиссии, который будет**

**свидетельствовать о переходе от «золотовалютного» канала к реальной эмиссии, независимой денежно-кредитной политике.**

В большинстве развитых стран, одним из инструментов влияния регулятора на денежно-кредитную политику, эмиссионную политику, размер ставок на рынке ценных бумаг, является воздействие на кривую доходности государственных облигаций. Очевидно, что в основе такой системы лежит эффективно функционирующий рынок государственного долга. В отличие от России, для многих развивающихся стран также характерен развитый и ликвидный рынок государственных заимствований, как внешних (выпущенных в иностранной валюте) так и внутренних (в национальной валюте).

Рынок государственных облигаций может быть использован как инструмент активного воздействия Центрального Банка на денежно-кредитную политику. Принципиальное важное положительное отличие предлагаемого механизма от существующих, заключается в активной позиции Центрального Банка при использовании данного инструмента. В современных условиях, в большинстве инструментов денежно-кредитной политики, используемых Банком России, формальным «актором», инициатором процесса являются коммерческие банки, влияние регулятора носит косвенный характер (банки предъявляют или не предъявляют спрос на сделки РЕПО, операции валютного свопа и т.д.). Данный инструмент предполагает активные прямые действия Банка России, направленные на корректировку доходности государственных ценных бумаг на открытом рынке.

Объем долговых обязательств государства на балансе Банка России невелик, и в апреле 2016 г. составлял 1,4% от общего объема активов. Столь незначительная доля государственных обязательств в активах Центрального Банка крайне нехарактерна для большинства стран мира. В частности, на 28 апреля 2016 г. обязательства Соединенных Штатов Америки, находящиеся на балансе ФРС США составляли более 55% от всего объема активов. Более того, до глобального финансового кризиса и связанного с ним масштабного кризиса в американской экономике доля государственных обязательств доходила до 92–95% от всех активов. И только вследствие принятия решения о спасении американской экономики при помощи программы выкупа проблемных активов на баланс ФРС в 2007–2009 гг., доля государственных облигаций снизилась.



**Рисунок 4.** Доля отечественных государственных облигаций на балансах Банка России и ФРС США в 2003–2016 гг.<sup>4</sup>, %

Представленный на рисунке 4 график свидетельствует, что обязательства государства являются основным и системообразующим элементом формирования баланса ФРС США, а вслед за ним и всей системы американской денежно–кредитной политики. Вслед за кризисным снижением доли государственных облигаций, вызванным радикальным увеличением объема выкупа «токсичных» инструментов с целью спасения американской экономики, наблюдается увеличение доли государства, связанной с проводимой политикой количественного смягчения (QE). Соединенные Штаты используют «US T-bills» как канал денежной эмиссии.

В российской специфике, государственные облигации могут стать одним из инструментов наполнения ликвидностью экономики. Выкупая облигации государства на свой баланс и эмитируя под эти выпуски национальную валюту, Банк России начнет предоставлять прямую ликвидность государству. Стратегически, такой механизм является перспективным способом эмиссии рублевой ликвидности в новых условиях: обеспечением денежной эмиссии могут стать не международные резервы и валютные активы, а государственные облигации.

Полноценное функционирование и активизация рынка государственного долга невозможны без активного и действенного участия Центрального Банка. В качестве операционной задачи Банка России на этом рынке может быть принято участие на нем в качестве одного из маркетмейкеров, запуск на нем полноценных двусторонних операций при появлении приемлемого уровня ликвидности. Эффективно функционирующий рынок привлечет на него экономических агентов и тем самым даст Банку России дополнительный

<sup>4</sup> Построено Автором на основе: Баланс Банка России в 2016 г. // Центральный Банк Российской Федерации [сайт]. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr\\_balance/balance\\_16.htm&pid=dkfs&sid=BBR](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr_balance/balance_16.htm&pid=dkfs&sid=BBR) (дата обращения: 27.05.2016) и FEDERAL RESERVE statistical release: Factors Affecting Reserve Balances // Официальный сайт Федеральной Резервной Системы США [сайт]. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20160428/> (дата обращения: 27.05.2016).



инструмент монетарной политики. Помимо этого, экономика России получит принципиально новый механизм перераспределения сеньоража в пользу государства, и, в перспективе, принципиально иной механизм предоставления денежной ликвидности и эмиссии рублевой наличности в экономику.

**Обоснован переход Банка России к дуализму целей и плюрализму адекватных им инструментов. Предложен проект реформирования основ монетарной политики Банка России: целей и задач Банка, основных зон воздействия и ключевых показателей эффективности, в том числе, на основе опыта развитых экономик. Предложена новая программа денежно-кредитной политики, использующая сочетание целей антиинфляционного регулирования и стимулирования экономики, режима «гибкого инфляционного таргетирования».**

В научном сообществе идут активные дискуссии относительно стратегической правильности концепции концентрации Центрального Банка на задачах преимущественно антиинфляционного характера. Часть экспертов определяет фиксацию на инфляционных аспектах как единственно верную (А. Кудрин, С. Швецов), часть считает, что задача Банка России, в том числе состоит и в том, чтобы уделять внимание экономическому росту (А. Белоусов, Г. Греф, В. Ивантер). На наш взгляд, назрела существенная необходимость корректировки целей и зоны ответственности, в рамках которых функционирует Банк России. Пример США, Норвегии, других стран показывает, что Центральный Банк в состоянии успешно действовать в рамках эффекта «двойного мандата», совмещая задачи администрирования в сфере денежного регулирования и обеспечения, приемлемых для экономики темпов экономического роста.

Следует обратить особое внимание на зону ответственности Банка России. В современных условиях, цели, поставленные перед Банком России соответствующим законом, не удовлетворяют тем потребностям, которые ставит перед денежным регулятором экономика. Одной из целей Банка России может стать ориентация на экономический рост, как на один из ключевых показателей собственной эффективности. Цели регулятора не могут ограничиваться только поддержанием функционирования финансовых рынков или банковской системы, они должны быть шире, и точнее отражать тот объем полномочий, который будет находиться в распоряжении Центрального Банка. Банк России и сейчас косвенно воздействует на рост, однако предпочитает концентрироваться на общих аспектах, связанных с ценовой стабильностью и устойчивостью национальной валюты. Тем не менее, в предлагаемых в данном исследовании условиях, Банк России, совместно с другими органами государственной власти, может принять решение о переходе к механизму «двойного мандата», позволяющему Банку России сформировать «дорожную карту» перехода к целям, связанным со

стимулированием экономики. В широком смысле, задача стимулирования экономики в современной экономической политике России делегирована ведомству, не имеющему достаточных полномочий и рычагов воздействия, не способному реально воздействовать на стимулирование роста. Внедрение «двойного мандата» позволит снизить остроту данной проблемы, переложит ответственность за принятые монетарные решения на реального автора этих решений, Центральный Банк.

Практика внедрения «двойного мандата» не является абсолютно уникальной, в той или иной степени она используется в целом ряде стран мира. В частности, США используют похожий механизм формирования целей ФРС, местного аналога Центрального Банка. В противовес этому Банк России продолжает считать контроль над инфляцией и выполнение таргет-показателей по инфляции не только основным, но фактически единственным каналом стимулирования экономического роста. Очевидно, что Банк России диагностирует проблемы развития и роста российской экономики, что неоднократно фиксируется в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики», однако себе Банк России отводит роль исключительно антиинфляционного характера и дистанцируется от своей способности влиять на экономический рост.

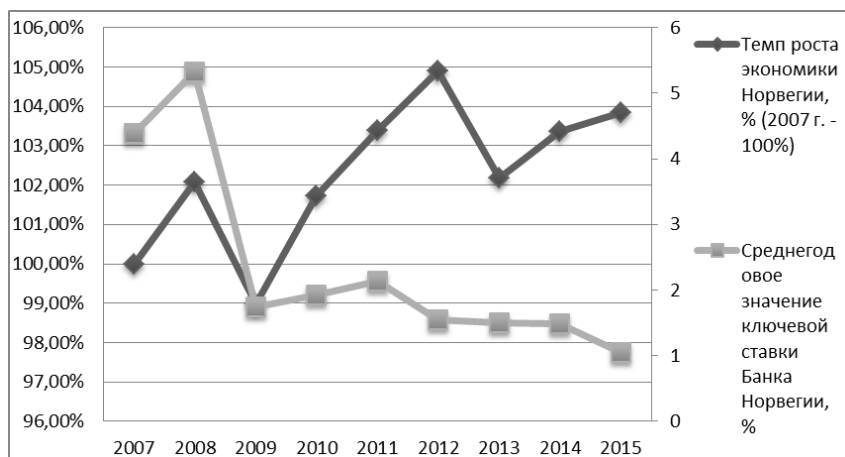
Помимо соответствующего опыта США следует рассмотреть опыт стран, также как и Россия, зависимых от экспортного фактора и экспорта природных ископаемых как одного из важных источников формирования платежного баланса и, в конечном счете, благосостояния граждан этого государства. В данном случае, речь идет о Норвегии, как стране, чье экономическое развитие находится в высокой степени зависимости от неконтролируемых внешних факторов, связанных с ценами на сырье на мировых финансовых рынках. Очевидно, что российская и норвежская экономика находятся в разных условиях, однако, опыт норвежского противостояния внешним макроэкономическим шокам может быть рассмотрен и принят к вниманию в российской специфике монетарного регулирования.

В норвежской монетарной практике контур целей деятельности Центрального Банка задан таким образом, что предполагает ответственность регулятора не только за стабильность уровней цен или развитие банковской системы, но и за способствование росту экономики. При этом, Банк Норвегии, также как и Банк России, определяет свой режим осуществления денежно-кредитной политики как инфляционное таргетирование, однако использует его в иной форме – «flexible inflation targeting regime» (режим гибкого инфляционного таргетирования). В данном случае «гибкость» использования режима предполагает, что в отдельных случаях таргет по инфляции может быть не достигнут. Невыполнение инфляционной цели возможно в том случае, когда это является необходимым условием для восстановления экономического роста. Иными словами, в стране используется режим инфляционного таргетирования, однако в

том случае, когда есть угроза для развития национальной экономики, на первый план выходят задачи по стимулированию экономического роста в ущерб антиинфляционным задачам.

Очевидно, что рассматриваемый режим гибкого инфляционного таргетирования способствует тому, что норвежская экономика является менее восприимчивой к внешним макроэкономическим шоками и с более высокой степенью успешности адаптируется к изменению мировой конъюнктуры. Очевидным фактором нестабильности и для норвежской и для российской экономики стало снижение цен на нефть в 2008–2009 гг. и продолжительный период снижения нефтяных цен в 2014–2016 гг. Снижение цен на один из основных товаров экспорта оказывает негативное влияние на экономику обеих стран, национальную валюту, резервные фонды. В условиях внешнего давления, Банк России, ориентированный на цели антиинфляционного характера, проводит операции по ужесточению денежно-кредитной политики, приводящие к мультипликативному удару по экономическому росту.

В то же время, Банк Норвегии использует возможности, представленные ему режимом гибкого валютного таргетирования, и имеет возможность уйти от целей антиинфляционного характера. Диагностируя потенциальные кризисные риски в норвежской экономике, Банк Норвегии может ослабить монетарную политику и постараться стимулировать экономику к выходу на новые траектории роста.



**Рисунок 5.** Темп роста экономики Норвегии и среднегодовое значение ставки Банка Норвегии, 2007–2015 гг.<sup>5</sup>, %

Решение по использованию гибкого режима позволяет Банку Норвегии не обращать внимания на таргет по инфляции в случае угрозы экономическому росту. После принятия закона о монетарной политике Банк Норвегии дважды не выполнил таргет по инфляции – в 2008 г. и 2015 г., когда на внешних рынках наблюдались макроэкономические шоки, связанные

<sup>5</sup> Построено Автором на основе данных Банка Норвегии. Среднегодовое значение ключевой ставки рассчитано Банком Норвегии [сайт]. URL: <http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Interest-rates/Key-policy-rate-annual/> (дата обращения: 27.05.2016).

с нефтяными ценами. В обоих случаях регулятор ослаблял монетарную политику, проводил раунды снижения ставки рефинансирования, и способствовал снижению кризисного давления на норвежскую экономику (рисунок 5).

Следует отметить, что норвежский опыт денежно-кредитного регулирования может быть уже сейчас частично имплементирован в текущую монетарную практику Банка России. В современных рецессионных условиях органы государственной власти могут быть заинтересованы в возникновении альтернативных каналов стимулирования экономического роста и появлении нового агента, ответственного за такой рост. Использование режима гибкого антиинфляционного регулирования позволит регулятору денежно-кредитной политики соблюсти эффективный баланс между стремлением обеспечить стабильность ценовых уровней и стремлением стимулировать рост экономики. Необходимость изменения целевых основ политики Центрального Банка видит, в том числе и действующий руководитель Банка России Э. Набиуллина. Тем не менее, на данный момент, Банк России не несет никакой ответственности за обеспечение приемлемых темпов роста экономики. Предлагаемая схема модернизации целей Банка России позволит получить дополнительную гибкость в монетарном регулировании и наиболее эффективно обеспечить развитие национальной экономики.

### **Выводы.**

Новые реалии на внутреннем рынке России и международных товарных и финансовых рынках подталкивают Центральные Банки стран мира искать новые подходы в денежно-кредитной политике, переосмысливать устоявшиеся представления о целях, функциях Центрального Банка. ФРС США, Банки Англии и Норвегии уже действуют в новых условиях, используют весь арсенал инструментов регулирования, обозначают свою ответственность за экономический рост. Задача Банка России – представить свой ответ на возникающие вызовы. На наш взгляд, **дуализм целей и плюрализм инструментов** – это ответ на новые реалии рынков, противоречий в мировой экономической системе, факторы слабости российской экономики.

В основе предлагаемой системы реформирования инструментов Банка России лежит задача по изменению целевых ориентиров: переход от исключительно антиинфляционных целей, к целям стимулирования экономического роста. В рамках аналогичных систем «двойного мандата» уже эффективно действует ряд Центральных Банков (ФРС США, Банк Норвегии, Банк Англии и т.д.). Для достижения поставленных целей может быть предпринят ряд мер, направленных на улучшение ситуации с долгосрочной ликвидностью, основным реципиентом в данном случае становится банковская система:

- *Необходимы инструменты, стимулирующие банки к долгосрочному кредитованию.* В современных условиях банки не только не имеют стимулов для долгосрочного кредитования, но даже не имеют инструмента хеджирования долгосрочных рисков. Процентные риски могут быть снижены в случае активизации кредитования под плавающую ставку, когда при необходимости банк может захеджировать риск при помощи процентного свопа. Задача Банка России – обеспечение рынка соответствующей инфраструктурой.

- *Необходимы инструменты, стимулирующие банки к кредитованию компаний реального сектора, инвестиционных проектов.* Решением в данном случае может быть использование отдельных элементов проектного финансирования. В частности, в работе предлагается инструмент предоставления ликвидности под льготную ставку в случае расширения кредитования коммерческим банком реального сектора, и механизм повышения ставки в обратном случае.

Помимо прямых способов, связанных с расширением кредитования и насыщением экономики денежной массы, в работе предлагаются альтернативные механизмы, способные обеспечить дополнительный стимулирующий эффект. В исследовании обозначены шаги, позволяющие повысить действенность денежно-кредитного регулирования, ускорить достижение стоящих перед Банком России целей (модернизация рынка государственного долга, стимулирование рынка МБК, реформа системы рефинансирования).

Предложенные в данном исследовании меры позволят найти иные подходы к реализации денежно-кредитной политики, улучшить оперативное регулирование денежной системы, модернизировать эмиссионную политику Банка России. Имплементация данных предложений в практику монетарного регулирования российской денежной системы позволит повысить устойчивость российской экономики и степень ее независимости, окажет положительное влияние на экономическую безопасность государства. Банк России получит качественно новые инструменты воздействия, как на денежно-кредитную среду, так и на банковскую систему. Предлагаемые меры способствуют активизации кредитования инвестиционных проектов, реального сектора, развитию российской экономики. В конечном счете, внедрение подобного инструментария позволит обеспечить стабильность экономического роста в долгосрочной перспективе.

### **III. Публикации по теме диссертационного исследования**

*в том числе в журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки России:*

1. Грачев, Г.В. Рефинансирование как механизм стимулирования экономического роста России: опыт Банка Англии для Банка России // *Экономические науки*. – М.: Издательство «24-принт», 2015. – № 3(124). – С. 117–120. – 0,31 п.л.

2. Грачев, Г.В. Адаптация банковской системы РФ к новым ориентирам политики Банка России // *Проблемы современной экономики*. – СПб.: Издательство «НПК «РОСТ», 2015. – № 4(56). – С. 158–162. – 0,54 п.л.

3. Грачев, Г.В. Влияние политики Банка России на функционирование финансовых рынков // *Экономические науки*. – М.: Издательство «24-принт», 2015. – № 12(133). – С. 131–136. – 0,44 п.л.

*и в других изданиях:*

4. Грачев, Г.В. Эффективность воздействия антикризисной политики Банка России // *Материалы XXXVIII Международной научно-практической конференции «Современные тенденции в экономике и управлении: Новый взгляд»*. – Новосибирск, Издательство ЦРНС, 2016. – С.17–22 – 0,33 п.л.

5. Grachev, G. Die Wirksamkeit der Antikrisenpolitik der Russischen Zentralbank // *Proceedings of the 1st Internationale Konferenz: “Innovationen in der Wissenschaft: Theorie und Praxis”* (25th Marz 2016), Vienna, Austria. – Vienna, “East West” Association for Advanced Studies and Higher Education GmbH, 2015. – С.227-235 – 0,37 п.л.

6. Грачев, Г.В. Влияние политика Банка России на «импорт» кризиса 2008-2009 гг. в российскую экономику // *Материалы XXV Международной научно-практической конференции «Проблемы современной экономики»*. – Новосибирск, Издательство ЦРНС, 2015. – С.7-9 – 0,14 п.л.

7. Грачев, Г.В. Механизмы модернизации институциональных основ процентной политики Банка России // *Предпринимательство и реформы в России. Материалы международной осенней конференции молодых ученых-экономистов, 21–22 ноября 2013 г.* – ИЦ экономического факультета СПбГУ, 2013. – С. 97–98. – 0,11 п.л.

8. Грачев, Г.В. Международная экономическая интеграция как механизм сдерживания валютных войн // *Интеграционные процессы: влияние на экономическое развитие. Материалы весенней конференции молодых ученых-экономистов, 19 апреля 2013 г.* – ИЦ экономического факультета СПбГУ, 2013. – С. 145–146. – 0,12 п.л.

9. Грачев, Г.В. Целевые субсидируемые кредиты банковскому сектору как катализатор экономического роста в современной России // *Материалы Международного молодежного научного форума «ЛОМОНОСОВ-2013»* / [Электронный ресурс] – М.: «МАКС-пресс», 2013. – 0,15 п.л.

---

Подписано в печать 15.02.2017    Формат 60x84<sup>1</sup>/<sub>16</sub>    Цифровая    Печ.л. 1.0  
Тираж 150 экз.                      Заказ № 03/03                      печать

---

Типография «Фалкон Принт»  
(197101, г. Санкт-Петербург, ул. Большая Пушкарская, д. 41, литер Б,  
сайт: [falconprint.ru](http://falconprint.ru))

