



# **ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ЕВРОПЫ И РОССИИ**

## **Устойчивость национальных финансовых систем: ПОИСК НОВЫХ ПОДХОДОВ**

**Сборник материалов  
III Международной научно-практической  
конференции**

**18–19 апреля 2012 года**

**В двух частях**

**ЧАСТЬ I**

**САНКТ-ПЕТЕРБУРГ  
2012**

Золотарева О.А., к.э.н., доцент кафедры банковского дела,  
Санкт-Петербургский государственный  
экономики и финансов  
г. Санкт-Петербург, Россия

### ДИАЛЕКТИКА ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ДВИЖЕНИЕ К АНТИНОМИИ?

В последние тридцать лет денежно-кредитная политика претерпела значительную трансформацию, общий смысл которой представляет собой постепенный переход от жестких инструментов к гибким.

*Изменение нормы обязательных резервов* является наиболее мощным, но слишком жестким инструментом. Даже незначительное изменение нормы обязательных резервов вызывает мультипликационное изменение денежного предложения. В развитых странах значимость инструмента для целей регулирования денежного предложения снижается. Это объясняется легкой заменяемостью данного инструмента другими более гибкими, прежде всего системой постоянно доступных инструментов и операциями на открытом рынке. Норма резервных требований не пересматривается слишком часто, нормативы низкие<sup>1</sup>. Основная функция этого инструмента в настоящее время – снижение волатильности межбанковской процентной ставки овернайт. Для этого обязательные резервы поддерживаются на усредняемой основе. В странах с платной системой обязательного резервирования служит источником дополнительного дохода для банков. В переходных экономиках значимость института минимальных резервных требований сохраняется, хотя все чаще он используется для поддержки мер процентной политики. Нормы резервных требований высоки<sup>2</sup>. Выполняет роль налога на банки, поскольку центральный банк, как правило, не начисляет процент по остатку средств в фонде обязательного резервирования. Распространяется на обязательства коммерческих банков в иностранной валюте, а, следовательно, обязательные резервы выполняют также функции сеньоража. Основная функция нормативов в этих странах – пруденциальная.

*Изменение ставки рефинансирования* в качестве инструмента денежно-кредитной политики является средством управления важнейшими макроэкономическими переменными – уровнем цен в экономике, стоимостью финансовых активов, сбережениями, инвестициями. Для эффективной работы этого инструмента рыночные процентные ставки

---

<sup>1</sup> С 18 января 2012 года ЕЦБ сократил минимальные резервные требования к коммерческим банкам стран еврозоны с 2% до 1%.

<sup>2</sup> Так, в Китае при недавнем снижении на 50 базисных пункта норматив составляет 21%.

должны быть эластичны по отношению к базовой ставке центрального банка. Уровень ставки рефинансирования находится в обратной корреляции со степенью доверия субъектов хозяйствования, домохозяйств и внешнего окружения к действиям регулятора и, в конечном счете, с ценностью структурного и человеческого капитала страны. Ставка рефинансирования в ходе эволюции денежно-кредитной систем развитых стран также стала в большей степени индикативным показателем, дающим сигнал экономике о направлении денежно-кредитной политики регулятора и стоимости национальной валюты в среднесрочной перспективе, хотя она продолжает влиять на уровень процентных ставок в экономике. Процентный коридор, образуемый постоянно доступными инструментами поддержания и изъятия ликвидности, в этих странах узок, ставки рефинансирования низкие, пересматриваются редко, пошагово на фиксированную величину, что делает процентную политику стабильной и предсказуемой для субъектов денежного рынка.

В странах с формирующимися рынками ставка рефинансирования является пассивным инструментом выполнения правительственных хозяйственных задач. По этой ставке центральные банки зачастую проводят субсидиарные операции по целевому финансированию приоритетных секторов экономики, то есть выполняют квазيبюджетную функцию. Ставка не отражает средней стоимости ресурсов в экономике, слабо увязана с процентной ставкой межбанковского кредита. Процентный коридор по инструментам поддержания и изъятия ликвидности широк. Ставка высокая, чаще всего "следует" за инфляцией, причем не всегда имеются основания полагать, что высокая базовая ставка не усиливает инфляцию.

*Операции на открытом рынке* имеют высокую оперативность и точность действия. На действие инструмента не могут влиять другие субъекты рынка, кроме центрального банка. Позволяет влиять на денежную конъюнктуру на краткосрочных временных интервалах, гибко сглаживать нежелательные колебания денежной массы. Имеют свойство обратимости, то есть если допускается ошибка при проведении операции, то ее можно исправить обратной сделкой. Для эффективной работы инструмента необходим емкий рынок внутреннего государственного долга. В развитых странах являются основным инструментом в управлении денежным рынком. Доля сделок РЕПО достигает от 82 до 99,6%. В переходных экономиках использование этого инструмента ограничивается неразвитостью рынка ценных бумаг.

*Увещевание* или "дружеское убеждение" – это политические заявления, призывы, обращения к тому, чтобы не допустить излишнего расширения или сокращения денежного предложения, которое может

иметь серьезные последствия для банковской системы и экономики в целом. Широко используется в развитых странах. Посредством убеждения регулятор пытается обеспечить наличие важных контрольных процедур и процедур риск-менеджмента в платежно-расчетных системах. В странах с формирующимися рынками данный инструмент практически не используется и зачастую подменяется количественными ограничениями кредитных операций банков.

Индикативность в денежно-кредитной политике находит также свое выражение в отсутствии жестко заданных конечных целей денежно-кредитной политики и их четкой иерархии, в их множественности. Такая ситуация возможна только в странах с многолетним положительным опытом доверия к деятельности центрального банка со стороны населения и субъектов хозяйствования. В то время как жесткая заданность и однозначность конечной цели денежно-кредитной политики говорит скорее о кризисном состоянии денежно-кредитной сферы и характерна для стран с высокой инфляцией.

Возможности проведения денежно-кредитной политики в развитых странах не ограничиваются внешними правилами. Предполагается, что монетарные власти заслуживают доверия в выборе стратегии денежно-кредитной политики. Для развитых стран отсутствует не только риск потери внешнего доверия, но и население, экономические агенты настолько доверяют регулятору, что даже ограничительная денежно-кредитная политика будет встречена с пониманием.

В странах с формирующимися рынками ограничительная денежно-кредитная политика может вызвать углубление кризиса доверия изнутри, что может проявиться в утрате национальными деньгами важнейших функций денег и привести к сужению ресурсной базы банков и инвестиционного потенциала страны. Экспансионистская же денежно-кредитная политика в этих странах с целью расширить внутренний спрос может привести к утрате внешнего доверия и перетоку дополнительной денежной массы на потребительский рынок.

Особенность современного мирового кризиса состоит в том, что возможности вербального воздействия на поведение экономических агентов приобретают глобальный характер, превзойдя уровень внутристранового регулирования. Это можно наблюдать на примере деятельности международных рейтинговых агентств, оценки которых непосредственно воздействуют на цену денег, а, следовательно, и на экономическое поведение правительств, субъектов хозяйствования и население.

В ходе диалектики денежно-кредитной системы сформировалась следующая антиномия. С одной стороны, деятельность рейтинго-

вых агентств содействует проциклическому развитию экономики, усугубляя, в частности, европейский долговой кризис. И есть основания утверждать, что с течением времени дестабилизирующее значение рейтинговых агентств на деловую конъюнктуру будет нарастать. С другой стороны, назначение рейтинговых агентств не может состоять в противодействии негативным тенденциям в экономике стран и регионов, основывающемся на политико-экономической конъюнктуре. Рейтинговое агентство, руководствующееся в своих оценках и прогнозах утилитарными целями хрестоматийной денежно-кредитной политики, утратит доверие и проиграет конкуренцию другим рейтинговым агентствам.