

УДК 334.02

### Формирование денежно-кредитной политики: основные режимы и трансмиссионный механизм\*



#### **Леонов М.В.**

Кандидат экономических наук, доцент  
кафедры экономики и финансов Ижевского государственного  
технического университета имени М.Т. Калашникова



#### **Земцова Н.В.**

Кандидат экономических наук, доцент кафедры  
экономики и финансов Ижевского государственного  
технического университета имени М.Т. Калашникова

*В статье рассматриваются актуальные вопросы формирования денежно-кредитной политики с учетом особенностей экономического развития страны. Показано, что влияние денежно-кредитной политики оценивается через масштаб воздействия, его продолжительность и канал передачи влияния на совокупный спрос. Обосновано использование процентной ставки в качестве операционной цели и использование режима инфляционного таргетирования. Предложены меры по повышению эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.*

*Ключевые слова: денежно-кредитная политика, инфляция, трансмиссионный механизм, таргетирование инфляции.*

Как правило, на момент основания полномочия центральных банков ограничивались эмиссией денег и финансированием государственных расходов. По мере эволюции центральные банки получили возможность регулировать деятельность кредитных организаций и выступать в роли «кредитора в последней инстанции», обеспечивая таким образом финансовую стабильность [1]. Денежно-кредитная политика как отдельное направление экономической политики получило развитие лишь по мере приобретения центральными банками независимости от правительства при принятии управленческих решений. Возможность влияния Центрального банка на экономические процессы объясняется монополией на выпуск денег, регулированием денежного обращения и контролем за деятельностью коммерческих банков.

В каждой стране цели денежно-кредитной политики формируются с учетом исторических осо-

бенностей социально-экономического развития и состояния финансовой системы. Условно можно выделить следующие цели денежно-кредитной политики:

- обеспечение ценовой стабильности (инфляция, валютный курс);

- смягчение циклических колебаний и обеспечение полной занятости (безработица, динамика ВВП).

Так как Центральный банк не может напрямую влиять на поведение экономических агентов, то его ключевой задачей является формализация и дальнейшее использование трансмиссионного механизма, под которым понимается опосредованное воздействие решений Центрального банка на экономическую активность. В связи с этим наряду

\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 19-010-01014 «Денежно-кредитная политика в условиях обращения национальной цифровой валюты».

с конечными целями денежно-кредитной политики выделяют промежуточные и операционные цели, а также инструменты [2].

Инструменты денежно-кредитной политики – это имеющиеся в распоряжении Центрального банка меры и действия, направленные на достижение операционной цели. К инструментам традиционно относят процентные ставки по операциям с коммерческими банками, резервные требования (требование к коммерческим банкам о минимальном объеме депозита на счетах в Центральном банке), операции на открытом рынке (операции центральных банков по покупке или продаже ценных бумаг, а также проведение кредитных аукционов) и кредиты постоянного действия (предоставление в автоматическом режиме краткосрочных кредитов коммерческим банкам и операций РЕПО). Благодаря применению инструментов достигается операционная цель – количественно заданная экономическая переменная, находящаяся под контролем Центрального банка и влияющая на активность финансового и реального секторов экономики. При формировании денежно-кредитной политики важно различать влияние непосредственно применяемых инструментов на операционную цель от влияния внешних факторов.

Согласно классической монетарной теории, на уровень цен в экономике оказывает влияние объем денежного предложения. Основными теоретическими концепциями регулирования в данном случае являются денежный и банковский мультипликаторы: динамика изменения денежной базы является ключевым фактором изменения экономической активности. В кризисные периоды, приводящие к снижению объема размещаемых в коммерческих банках депозитов, требуется соразмерное повышение объемов предоставленной Центральным банком ликвидности в виде банковских резервов. В противном случае краткосрочные ставки на финансовых рынках вырастут, а коммерческие банки вынуждены сокращать объемы кредитования в экономике. В связи с этим до 1980-х гг. большинство центральных банков в качестве инструментов денежно-кредитной политики использовало регулирование объемов денежного предложения [4], а теоретическое описание механизма регулирования до сих пор присутствует в большинстве современных академических учебников по макроэкономике. Как правило, выделяют следующие операционные цели денежно-кредитной политики:

- денежная база (наличные деньги в обращении и банковские резервы);
- банковские резервы и резервные требования в различных модификациях (совокупные, собственные, заемные, избыточные, чистые);
- объем операций Центрального банка на открытом рынке.

Таргетирование номинальных показателей имеет следующее преимущество: введение ограничений

на рост показателей денежной базы или резервов, используемых правительством для получения дохода в виде сеньоража, позволяет снизить инфляцию. Между тем шоки ликвидности не могут эффективно сглаживаться только лишь таргетированием денежной массы. В связи с этим многими практиками денежно-кредитной политики рекомендуется переходить на использование процентной ставки как основной операционной цели. Такой переход может быть осуществлен через формирование коридора ставок, который на первом этапе приведет к снижению волатильности. Для формирования коридора может быть использован инструментарий внутривневных кредитов, предоставляемых Центральным банком в автоматическом режиме и определяющих максимальную ставку, а также срочных депозитов, позволяющий установить минимальную ставку.

Установление коридора может привести не только к снижению волатильности процентных ставок, но повысить доверие экономических агентов и их информированность о действиях Центрального банка. Нахождение процентных ставок вблизи границ коридора может свидетельствовать о необходимости корректировки целевых показателей.

Технологическое совершенствование платежной системы, инновации на финансовых рынках и трансформация институциональной среды поставили под сомнение эффективность использования количественных денежных агрегатов в качестве инструментов денежно-кредитной политики. В связи с этим в 1990-х гг. отмечается массовый переход центральных банков к инфляционному таргетированию, а также использованию краткосрочных процентных ставок в качестве операционной цели денежно-кредитной политики [5]. Примеры целевых уровней инфляции для развитых и развивающихся стран приведены в таблице 1.

Таргетируемый уровень инфляции может быть определен различными способами. Во-первых, Центральный банк может установить диапазон допустимых значений инфляции, который позволяет более гибко реагировать на внешние шоки. Во-вторых, Центральный банк может установить точное значение целевого уровня инфляции и временной период, в течение которого цель должна быть достигнута. Как правило, инфляция измеряется базовым индексом потребительских цен, в расчет которого включаются товары с наименьшей ценовой волатильностью [6]. Между тем данный показатель не позволяет учесть динамику цен на услуги, изменение качества товаров. Большое влияние на базовый индекс потребительских цен оказывают цены на энергоносители и урожайность продовольственных культур.

Трансмиссионный механизм влияния краткосрочных процентных ставок может быть описан следующим образом. В целях стимулирования

экономической активности Центральный банк использует снижение краткосрочных ставок, которое влияет на снижение доходности всех финансовых инструментов вне зависимости от дюрации и уровня риска. В частности, уровень краткосрочных процентных ставок определяет доходность долгосрочных ставок по корпоративным облигациям и ипотечным кредитам для физических лиц. Центральный банк по установленной краткосрочной ставке предоставляет заемные средства участникам финансового рынка, а те, в свою очередь, – субъектам реального сектора. В связи со снижением процентных ставок в экономике повышается совокупный спрос и формируются инфляционные ожидания через смягчение кредитных ограничений, повышение потребления и инвестиций. Снижение процентных ставок ведет к росту цен на активы, стимулируя повышение качества кредитного обеспечения. Кроме того, динамика процентных ставок определяет движение международных капиталов, которое, в свою очередь, влияет на курс национальной валюты и объемы внешнеторговых операций. Динамика ключевой ставки в отдельных странах мира приведена в таблице 2.

**Таблица 1**  
**Целевая инфляция и допустимые отклонения в отдельных странах**

Страна	Целевая инфляция	Допустимое отклонение
Австралия	2-3 %	
Азербайджан	4 %	2 %
Армения	4 %	1,50 %
Великобритания	2 %	
Гана	8 %	2 %
Египет	9 %	3 %
Замбия	6-8 %	
Израиль	1-3 %	
Индия	4 %	2 %
Канада	2 %	1 %
Кения	5 %	2,50 %
Мексика	3 %	1 %
Н.Зеландия	2 %	1 %
Польша	2,50 %	1 %
Россия	4 %	
США	2 %	
Турция	5 %	2 %
Украина	5 %	1 %
Чили	3 %	1 %
ЮАР	3-6 %	

Источник: официальные сайты центральных банков.

Как показала практика, эффективность денежно-кредитной политики существенно повышается за счет ее предсказуемости. В связи с этим признано целесообразным не только оперативно раскрывать всю информацию о решениях Центрального банка в части применения того или иного инструмента или изменения целевых показателей, но и формализовать процедуру принятия решений через заранее установленные правила. Начиная с работы Ф. Тейлора [7], на основании эмпирических данных описавшего взаимосвязь между инфляцией и разрывом выпуска, исследователями были предложены различные варианты определения уровня краткосрочных процентных ставок.

В своей работе А. Левин и А. Синха исследуют стабилизирующую роль денежно-кредитной политики в кризис, вызванный пандемией коронавирусной инфекции [8]. Они показали, что на снижение эффективности денежно-кредитной политики оказывает влияние неспособность экономических агентов учитывать влияние изменения ставок на свое

**Таблица 2**  
**Динамика ключевой ставки в отдельных странах мира в 2017-2020 гг.**

Страна	Январь 2017 г.	Январь 2018 г.	Январь 2019 г.	Январь 2020 г.	Июль 2020 г.
Аргентина	27,25 %	31,25 %	62,50 %	55,00 %	38,00 %
Австралия	1,50 %	1,50 %	1,50 %	0,75 %	0,25 %
Белоруссия	18,00 %	11,00 %	10,00 %	9,00 %	7,75 %
Бразилия	13,75 %	7,00 %	6,50 %	4,50 %	2,25 %
Канада	0,50 %	1,00 %	1,75 %	1,75 %	0,25 %
Китай	4,31 %	4,31 %	4,31 %	4,15 %	3,85 %
Дания	-0,65 %	-0,65 %	-0,65 %	-0,75 %	-0,60 %
Египет	14,75 %	18,75 %	16,75 %	12,25 %	9,25 %
Евросона	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Индия	6,25 %	6,00 %	6,50 %	5,15 %	4,00 %
Израиль	0,10 %	0,10 %	0,25 %	0,25 %	0,10 %
Япония	-0,10 %	-0,10 %	-0,10 %	-0,10 %	-0,10 %
Мексика	5,75 %	7,25 %	8,25 %	7,25 %	5,00 %
Норвегия	0,50 %	0,50 %	0,75 %	1,50 %	0,00 %
Польша	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	0,10 %
Россия	10,00 %	7,75 %	7,75 %	6,25 %	4,25 %
С. Аравия	2,00 %	2,00 %	3,00 %	2,25 %	1,00 %
ЮАР	7,00 %	6,75 %	6,75 %	6,50 %	3,50 %
Ю. Корея	1,25 %	1,50 %	1,75 %	1,25 %	0,50 %
Швеция	-0,50 %	-0,50 %	-0,25 %	0,00 %	0,00 %
Швейцария	-0,75 %	-0,75 %	-0,75 %	-0,75 %	-0,75 %
Турция	8,00 %	8,00 %	24,00 %	12,00 %	8,25 %
Украина	14,00 %	14,50 %	18,00 %	13,50 %	6,00 %
Великобритания	0,25 %	0,50 %	0,75 %	0,75 %	0,10 %
США	0,75 %	1,50 %	2,50 %	1,75 %	0,25 %

Источник: IMF Data. – URL: <https://www.imf.org/en/Data>, (дата обращения: 01.09.2020).

благополучие в долгосрочном периоде. М. Вудфорд утверждает, что из-за несбалансированности денежно-кредитной политики в плане несимметричного влияния на разные отрасли фактический эффект от применяемых мер оказывается меньше ожидаемого [9]. А. Лепетит и К. Фуэнтос-Альберо исследовали трансмиссию денежно-кредитной политики в рамках канала межвременного замещения: при снижении реальных процентных ставок экономические агенты снижают текущие сбережения и увеличивают потребление [10]. В кризисный период потребление становится менее чувствительным к изменению процентных ставок из-за сокращения горизонта планирования и по причине усиления риска потери доходов.

В последнее десятилетие многие центральные банки развивающихся стран пересмотрели свои подходы к формированию денежно-кредитной политики. В частности, можно отметить адаптацию режима плавающего обменного курса, использование процентных ставок в качестве операционной цели денежно-кредитной политики и инфляционное таргетирование. Между тем существуют объективные препятствия к повышению эффективности политики. Развитие финансовой системы определяет эффективность трансмиссионного механизма в части эластичности потребления домохозяйств и инвестиций от изменения процентной ставки. Долларизация экономики, слабо развитый рынок межбанковского кредитования и монополизация рынка кредитования крупными коммерческими банками также ограничивают возможности Центрального банка. Так как в условиях неразвитости финансовых рынков кредитный канал остается ключевым в трансмиссии денежно-кредитной политики, то расширение доступности кредитования является важным фактором стимулирования экономики. Наконец, важным инструментом остается способность Центрального банка доносить информацию о своем видении экономической ситуации и обосновывать принимаемые решения. Соблюдение цели по уровню инфляции приводит к повышению доверия экономических агентов к Центральному банку и снижает издержки на осуществление денежно-кредитной политики.

В условиях низких процентных ставок центральные банки развитых стран обсуждают возможность перехода на таргетирование среднего уровня инфляции. Основное отличие между таргетированием инфляции и таргетированием среднего уровня инфляции заключается в том, что в первом случае целевой уровень инфляции не зависел от ее предыдущей траектории, а также от длительности отклонения инфляции от установленной цели. При таргетировании среднего уровня инфляции в случае значительного отклонения инфляции в течение продолжительного периода времени Центральный банк будет стремиться компенсировать это отклонение

в последующий период. Таким образом, если инфляция продолжительное время находилась ниже целевого уровня, то в последующий период превышение инфляции будет желаемым результатом политики Центрального банка. Соответственно, в период рецессии таргетирование среднего уровня инфляции будет формировать более высокие инфляционные ожидания в будущем, что должно стимулировать инвестиционный спрос и потребление домохозяйств. Однако важно помнить, что, наряду с ценовой стабильностью, иные цели денежно-кредитной политики могут дополнять или противоречить друг другу. Сохранение цели обеспечения ценовой стабильности в качестве центрального элемента денежно-кредитной политики и, как следствие, закрепление инфляционных ожиданий могут предоставить Центральному банку больше возможностей для управления и принятия решений о масштабах интервенций и горизонте возвращения инфляции к целевым показателям.

#### *Литература:*

1. Lopez-Buenache G. The evolution of monetary policy effectiveness under macroeconomic instability // *Economic Modelling*. – 2019. – Т. 83. – С. 221-233.
2. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // *Вопросы экономики*. – 2014. – Т. 9. – С. 4-12.
3. Уолш К. Монетарная теория и монетарная политика: учебник / Пер. с англ. – М.: Дело, 2014. – 630 с.
4. Соколова Е.Ю. Современные особенности денежно-кредитной политики ведущих стран мира // *Пространственная экономика*. – 2019. – Т. 15. – № 3.
5. Белехова Г.В., Россошанский А.И. К вопросу о различиях инфляции в доходных группах населения: теоретические аспекты // *Тенденции развития науки и образования*. – 2019. – № 54-4. – С. 19-25.

6. Bernanke B.S., Kiley M.T., Roberts J.M. Monetary policy strategies for a low-rate environment // AEA Papers and Proceedings. – 2019. – Т. 109. – С. 421-426.
7. Levin A.T., Sinha A. Limitations on the Effectiveness of Monetary Policy Forward Guidance in the Context of the COVID-19 Pandemic. – National Bureau of Economic Research, 2020. – URL: <https://www.nber.org/papers/w27748> (дата обращения: 01.09.2020).
8. Woodford M. Effective Demand Failures and the Limits of Monetary Stabilization Policy. – National Bureau of Economic Research, 2020. – URL: <https://www.nber.org/papers/w27768> (дата обращения: 01.09.2020).
9. Lepetit A., Fuentes-Albero C. The Limited Power of Monetary Policy in a Pandemic. – URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3699708](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3699708) (дата обращения: 01.09.2020).

## **Development of Monetary Policy: Basic Regimes and Transmission Mechanism**

*Leonov M.V., Zemtsova N.V.*  
*Kalashnikov Izhevsk State Technical University*

*The article deals with current issues of designing monetary policy considering the peculiarities of economic development of the country. It is shown that the influence of monetary policy is estimated through the scale of intervention, its duration and the channel of transmission on aggregate demand. The paper substantiates the implementation of interest rate as an operational target and the use of inflation targeting regime. Some measures are proposed to improve the efficiency of the transmission mechanism of the monetary policy.*

*Key words: monetary policy, inflation, transmission mechanism, inflation targeting.*

