

УДК 336.741.236.1

НЕКОТОРЫЕ АСПЕКТЫ МИРОВОГО ОПЫТА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

А.И. Копытина, Д.В. Григор

Рассмотрен опыт проведения ЦБ Японии монетарной политики, способной вывести экономику страны из состояния стагнации. Проведен анализ монетарной политики России с учетом актуальных мировых трендов.

Ключевые слова: процентная ставка; таргетирование; инфляция; монетарная политика; кредитно-денежная политика.

SOME ASPECTS OF WORLD EXPERIENCE OF MONETARY POLICY

A.I. Kopytina, D.V. Grigor

It is considered the experience of carrying out the Central Bank of Japan of the monetary policy capable to bring national economy out of a condition of stagnation. It is carried out the analysis of monetary policy of Russia taking into account actual world trends.

Key word: interest rate, targeting, inflation, monetary policy, credit policy.

Международной экономикой накоплен огромный опыт функционирования денежно-кредитных и финансовых институтов, позволяющий определить их роль в общем денежном регулировании экономики, поддержании ликвидности рынка, эффективном осуществлении платежей, переливе сбережений в инвестиции. В условиях перехода нашей страны к рыночной экономике определенный интерес представляет ознакомление с зарубежным опытом решения ряда проблем финансово-экономической стабилизации, в частности, на примере наиболее развитой страны мира – Японии.

Обращаясь к опыту японских экономистов в области кредитно-денежного регулирования, необходимо отметить следующие моменты, которые могли бы быть полезны для решения наших проблем в области монетарной политики. В первые послевоенные десятилетия производственные корпорации в Японии имели слабые финансовые возможности, поэтому банковская система сыграла огромную роль в формировании условий для ускоренного роста промышленности в 50–60-е годы.

Необходимо отметить, что главной особенностью функционирования банковской системы Японии в течение почти всего послевоенного периода считается высокая степень правительственного контроля. Опираясь на такой инструмент, как кредиты Центрального банка частному финансовому сектору на льготных условиях, государственная

машина регулировала как процентные ставки, так и направления кредитования, что позволило сравнительно успешно реализовывать государственные приоритеты. Вместе с тем в основе механизма такого регулирования были положены чрезвычайно высокий спрос на деньги со стороны нефинансового сектора и постоянное превышение размеров кредитов над объемом средств на банковских депозитах. В последующем постепенное усиление роли самофинансирования и соответственно меньшая зависимость промышленных корпораций от банковского кредитования ослабили возможности административного руководства со стороны Центрального банка и стали одной из причин либерализации кредитно-денежного рынка.

В последние десять лет основной особенностью японского рынка ссудных капиталов стали искусственная структура и жесткое регулирование процентных ставок. При этом либерализация процентных ставок была определена не столько соображениями эффективности, сколько необходимостью размещения на рынке громадного количества облигаций госзаймов и нажимом извне, а ставки долгосрочного кредита не являются вполне рыночными по настоящее время [1].

Рассмотрим конкретные цели и механизм монетарной политики Японии. В основу подхода к данной политике положена идея избирательной поддержки – своего рода «искусственной селек-

ции предприятий». Инициативу в проведении реформ в данной сфере взяло на себя правительство. Оно активно использовало двойной эффект занижения процентных ставок: с одной стороны, административное установление процентных ставок на чрезвычайно низком уровне (1962–1977 гг.) искусственно превышало норму накопления, перераспределяя средства в пользу банковского сектора, а с другой стороны, регулирование кредитных ставок и создаваемый таким образом дефицит ссудного капитала позволяли Центральному банку и правительству в приказном по сути, порядке, направлять его крупнейшим корпорациям в сфере тяжелой индустрии и экспортных отраслей. Главный тезис проводимой политики – ни ЦБ Японии, ни правительство не считали для себя возможным оставить решение вопроса о направлении перераспределения средств, а, следовательно, и имевшихся редких ресурсов стихийному рыночному процессу. Именно способность высшего государственного аппарата избежать чрезмерной зависимости от сиюминутных интересов первоначального накопления и использовать всю силу государственного принуждения для соблюдения устанавливаемых «правил игры» и стал, по-видимому, одной из причин быстрого и здорового экономического подъема страны в 50–70-е годы.

На современном этапе изменились подходы к монетарной политике. Так, в 2012 г. была изложена новая политика Центрального Банка Японии, которая должна вывести экономику из периода двадцатилетней стагнации (программа столь радикальна, что получила собственное название «Абэномика»).

Программа называется «2-2-2-2», что подразумевает следующее: за 2 года повышение инфляции до 2 % благодаря увеличению денежной базы в 2 раза путём покупки в 2 раза больше облигаций. В целом это классическая политика количественного смягчения, но доведённая до невиданной ранее интенсивности.

За 2012 г. ЦБ Японии скупил активов на 158 трлн иен, планирует увеличить объём до 220 трлн, а в следующем довести до 290 трлн (около 3 трлн долл. США). Таким образом, за два года будет куплено активов на 132 трлн иен (1,3 трлн. в долларовом выражении). ФРС США, согласно новой версии QE3, ежемесячно покупает бумаг на 85 млрд долл., то есть за два года получится 2 трлн долл. В масштабах национальных экономик (по паритету покупательной способности японская в 3,4 раза меньше американской) получается, что программа банка Японии более чем в два раза интенсивней аналогичных операций ФРС.

Большую часть в программе выкупа активов ЦБ Японии традиционно составляют государственные облигации (56 % в 2012 г.), причём к 2015 г. их долю попытаются довести до 66 %, и, кроме того, максимально возможный срок погашения облигации отодвинут до 40 лет, что приведёт к росту среднего срока погашения бумаг с 3 до 8 лет [2] (рисунок 1).

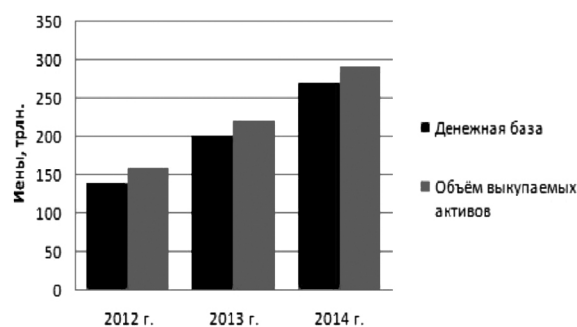


Рисунок 1 – Денежная база и объём выкупаемых активов ЦБ Японии [2]

Японский фондовый рынок, долгие годы находящийся в депрессии, в 2013 г. благодаря своему ЦБ стал одним из самых быстрорастущих. С начала того года основной фондовый индекс страны – Nikkei 225 – увеличил свою капитализацию почти на четверть и обновил максимум более чем за четыре года (превысив 13 000 пунктов). Для сравнения: американский S&P 500, поставив исторический рекорд, за три месяца текущего года возрос на 10 %, а российский ММВБ потерял 4 % (рисунок 2).

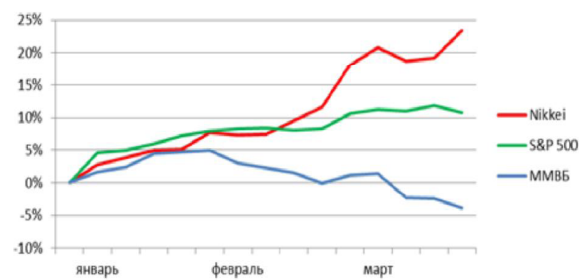


Рисунок 2 – Изменения индексов Nikkei, S&P 500 и ММВБ с начала 2013 г. [3, 4]

Наиболее сильно новая программа ЦБ Японии отразилась на курсе иены. Япония – экспортноориентированная держава, и низкий курс национальной валюты для неё один из ключевых экономических факторов, жёстко коррелирующий с фондовым рынком. После принятия «2-2-2-2» валютная пара USD/JPY поднялась почти до

100 пунктов (это также более чем четырёхмесячный максимум).

Можно отметить следующие риски новой политики японского ЦБ: Япония является одной из самых перегруженных госдолгом стран (в иенах сумма астрономическая – почти 1 тыс. трлн иен или более 200 % годового ВВП). Однако подавляющая часть долга находится у внутренних держателей, что несколько сглаживает проблему.

Доходность японских суверенных облигаций очень низка, во многом из-за продолжительной дефляции – весьма редкого феномена в современной экономике, и нацеленность ЦБ на разгон инфляции в совокупности с его активными действиями на долговом рынке (ЦБ будет скупать около 70 % всех облигаций) и удешевлением иены может вызвать рост доходности и массовый отток инвесторов из японских активов в долгосрочной перспективе. Таким образом, Япония может служить ориентиром и оправданием для Центробанков других стран, желающих смягчить свою монетарную политику.

Рассмотрим, что предпринято в области монетарной политики в России. Процентные ставки Банка России – это минимальные ставки, по которым ЦБ РФ осуществляет свои операции. В соответствии с законом они могут устанавливаться по различным видам операций (иногда ЦБ РФ проводит процентную политику без фиксации процентной ставки). Этот инструмент используется с целью воздействия на рыночные процентные ставки для укрепления национальной денежной единицы – рубля.

Процентные ставки Центрального банка активно используются в случаях нарушения равновесия платежного баланса и обострения валютных кризисов. ЦБ РФ разрешено проводить валютные интервенции, то есть куплю-продажу иностранной валюты на валютном рынке для воздействия на курс рубля и на суммарный спрос и предложение денег. Для регулирования валютного курса может быть использована дисконтная политика, которая осуществляется путем снижения или повышения официальной учетной ставки ЦБ РФ. Валютные ограничения также являются одной из форм валютного регулирования и используются в случаях недостаточности и неэффективности валютных интервенций.

Формирование и поддержание на должном уровне золотовалютных резервов страны приобретают важное значение. Они применяются для проведения международных расчетов и валютных интервенций, служат обеспечением стабильности национальной валюты. Официальные золотовалютные резервы состоят из золота, иностранных валют, специальных прав

заимствований и нетто-позиций в Международном валютном фонде.

Законом предусмотрено, что ЦБ РФ может применять прямые количественные ограничения (установление лимитов) на рефинансирование банков, проведение кредитными организациями отдельных банковских операций. Но это бывает в исключительных случаях в целях проведения единой государственной денежно-кредитной политики только после консультаций с Правительством РФ. ЦБ РФ может устанавливать ориентиры роста одного или нескольких показателей денежной массы с учетом основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики (рисунок 3).

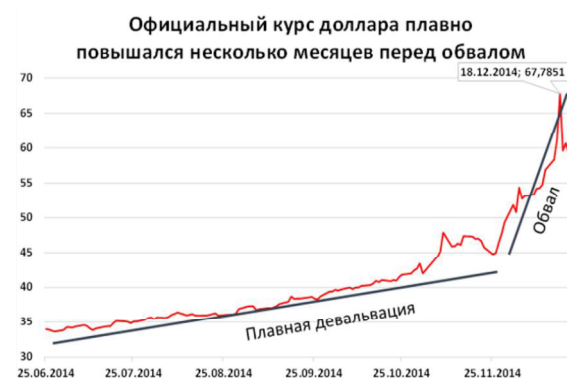


Рисунок 3 – Рост официального курса доллара США по отношению к российскому рублю.

(Примечание: движение графика вверх означает ослабление рубля по отношению к доллару США.) [5]

Однако в 2014 г. ЦБ России пришлось действовать в совершенно других условиях: падение цен на нефть до рекордно низких за последнее десятилетие; международные санкции, отлучившие банковскую систему России от дешевых западных кредитов и ряд других мер. В этой ситуации произошло резкое падение рубля по отношению к доллару и евро. ЦБ России принимает совершенно нестандартные решения, которые порой вызывают изумление у многих экономистов. Так, в условиях падения рубля ЦБ не выполняет своей основной функции «защиты и обеспеченности устойчивости рубля», то есть практически отстраняется от управления. В январе-декабре 2014 г. американский доллар вырос на 81 % по отношению к российской валюте – с 32,5 до 58,5 руб. за американскую валюту [5]. В результате резкого изменения ценовых пропорций, скачкообразного роста процентных ставок и ужесточения дефицита денег были парализованы производственный и ин-

вестиционный процессы, а самым рентабельным видом деятельности стали валютные спекуляции. Внутренний валютный рынок хаотичен и неустойчив, финансовая система парализована, масштабы внутрисдневных колебаний рубля достигают 6–10 %, дезориентируя хозяйствующие субъекты и подавляя экономическую активность.

Устойчивость национальной валюты подразумевает не только и не столько поддержание стабильного номинального обменного курса рубля по отношению к другим валютам. Устойчивость валюты подразумевает две категории: во-первых, устойчивость покупательной способности доходов и сбережений россиян, номинированных в национальной валюте; во-вторых, создание за счет управления валютным курсом максимально благоприятных макроэкономических условий для устойчивого развития национальной экономики, финансовой системы, инвестиций и в результате – увеличение благосостояния граждан как цели экономической политики.

Совершенно очевидно, что ЦБ РФ не сумел обеспечить защиту устойчивости рубля ни в первом, ни во втором варианте трактовки данного термина. С точки зрения защиты покупательной способности доходов и сбережений россиян, ЦБ РФ допустил беспрецедентное с середины 1990-х гг. по своим масштабам обесценивание доходов граждан РФ.

Шоковый и неконтролируемый обвал курса рубля, во многом обусловленный словесными заявлениями регулятора о переходе к таргетированию инфляции, неподготовленным и крайне несвоевременным отказом ЦБ РФ от регулирования валютного курса при одновременном наращивании рефинансирования коммерческих банков без контроля за дальнейшим использованием выделяемых ЦБ РФ триллионов рублей, спровоцировал скачкообразный рост цен на импортные товары и услуги.

Неудивительно, что инфляция ускорилась с 6,5 до 10 %, продукты питания выросли в цене на 11,5–12 %, импортные товары – на 20–30 %, а крайне высокая волатильность на валютном рынке и отсутствие определенности в действиях ЦБ РФ усилили инфляционные ожидания – импортеры и розничные сети с целью хеджирования, страхования валютных рисков закладывают в цены вероятное дальнейшее ослабление курса рубля, что лишь усиливает процесс инфляции и активизирует общий рост цен в экономике. Совершенно очевидно, что это приводит к снижению реальной покупательной способности граждан и обесценивает их доходы и сбережения, способствуя снижению уровня жизни населения.

Первые сигналы дают официальные органы статистики: по оценкам Росстата, в январе-октябре 2014 г. по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. темпы роста реальных располагаемых доходов россиян упали с 3,8 до 0,8 %. Закономерно это отразилось на затухании потребительской активности: за аналогичный промежуток времени темпы роста розничного товарооборота снизились с 3,9 до 2,2 %, а платных услуг населению – с 2,5 до 1,1 % [6].

Можно констатировать, что Центральный банк России не справился с задачей защиты и обеспечения устойчивости рубля и с альтернативной, второй точки зрения – создание благоприятных условий для достижения фундаментальных целей социально-экономического и научно-технического развития страны: роста инвестиций, занятости, выпуска товаров и услуг и, как следствие, увеличения уровня жизни россиян.

По масштабам девальвации в 2014 г. российский рубль среди валют всех стран мира уступает лишь украинской гривне, а непродуманные действия ЦБ РФ по ужесточению денежно-кредитной политики привели к усугублению кризиса в экономике и параличу производственной и инвестиционной активности.

Отказ от регулирования валютного курса с увеличением ключевой процентной ставки с 5,5 до 17 % и количественным ограничением денежной массы привели к усугублению денежного голода и обусловили процесс демонетизации экономики, который в последний раз наблюдался в 2009–2010 гг. Степень насыщения экономики деньгами с начала 2014 г. снизилась с 46 до 44 % ВВП, а реальный рост денежной массы на 8 % в 2013 г. сменился нулевыми темпами летом 2014 г. и спадом на 3,1 % в октябре текущего года. Денежная база с учётом инфляции и вовсе сократилась на 4,8 % [6].

Без адекватного расширения денежного предложения, замещения внешних источников финансирования внутренним доступным кредитом и перехода к целевой кредитно-денежной эмиссии российская экономика рискует столкнуться с жесточайшим денежным голодом и делевериджем. Без принятия адекватных упреждающих мер со стороны ЦБ РФ денежная масса в 2015 г. рискует сократиться на 25–35%, что вызовет паралич всей финансовой системы, кризис неплатежей по аналогии с 1996–1998 гг., обрушение инвестиционно-банковской системы, глубочайший инвестиционный кризис, спад производства и беспрецедентный за последние 20 лет рост безработицы.

На протяжении двух лет в России наблюдается инвестиционный кризис – инвестиции в основной

капитал в среднем снижаются на 2,5 %, а в ряде отраслей спад капитальных вложений достигает 10–15 %. Чистый вывоз капитала частным сектором по итогам трёх кварталов 2014 г. составил 85 млрд долл., а по итогам года рискует обновить исторический максимум, превысив 135 млрд долл. Спад производства и инвестиций спровоцировал остановку роста реальных располагаемых доходов россиян [6].

На основании изложенного выше можно сделать вывод, что банковская система Российской Федерации парализована высокими процентными ставками, не справляется с возложенной на неё функцией и не способна генерировать долгосрочный рублёвый инвестиционный кредит, оставаясь маломощной и неконкурентоспособной. Платёжная система продолжает оставаться в критической зависимости от международных платёжно-расчётных систем, иностранных технологий, а также центров хранения и обработки информации. Финансовый рынок разбалансирован и существенно ослаблен валютной паникой и дефицитом де-

нег в экономике, превратившись в основной канал вывоза капитала за рубеж частным сектором.

Необходимо признать, что монетарная политика России нуждается в кардинальном пересмотре, необходимо модернизировать и оптимизировать деятельность ЦБ России и ни в коем случае не применять ее у нас, а обратить внимание на положительный мировой опыт.

Литература

1. Monetary policy in Japan // The Economist. 2013. С. 63–64.
2. Банк Японии // URL: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf
3. Интернет-сайт финансовой информации [Электронный ресурс] // URL: Marketwatch.com
4. Московская биржа [Электронный ресурс] // URL: micex.ru
5. Банк России [Электронный ресурс]. 2000–2015 // URL: www.cbr.ru
6. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. 1999–2015 гг. // URL: <http://www.gks.ru>