

ISSN 2311-8709 (Online)  
ISSN 2071-4688 (Print)



ВЫХОДИТ 4 РАЗА В МЕСЯЦ

# ФИНАНСЫ<sup>®</sup> & КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

**2015** ВЫПУСК 34  
СЕНТЯБРЬ



# FINANCE & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal  
2015, September  
Issue 34

# ФИНАНСЫ и КРЕДИТ

Научно-практический и теоретический журнал

Основан в 1994 году  
Журнал выходит 4 раза в месяц  
Статьи рецензируются

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций  
Журнал реферируется в ВИНТИ РАН  
Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)  
Журнал зарегистрирован в Федеральной службе по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций.  
Свидетельство ПИ № ФС77-60938 от 02 марта 2015 г.  
Предыдущее Свидетельство о регистрации № 013007 от 03 ноября 1994 г. выдано Комитетом Российской Федерации по печати

**Учредитель:**

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»  
Юр. адрес: 111141, г. Москва, Зелёный проспект, д. 8, кв. 1  
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20  
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

**Издатель:**

ООО «Информационный центр «Финансы и кредит»  
Юр. адрес: 123182, г. Москва, ул. Авиационная, 79-480  
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20  
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

**Редакция журнала:**

Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20  
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10  
Тел.: +7 (495) 989-9610  
E-mail: post@fin-izdat.ru  
Website: http://www.fin-izdat.ru

Генеральный директор: **В.А. Горохова**  
Управляющий директор: **А.К. Смирнов**

Главный редактор: **В.А. Цветков**, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация

**Зам. главного редактора:**

**В.В. Гаврилов**, Москва, Российская Федерация  
**Ю.В. Горбачева**, Москва, Российская Федерация

**Редакционный совет:**

**А.М. Батьковский**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**А.З. Дадашев**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**В.Н. Едророва**, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация  
**Г.Б. Клейнер**, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация  
**О.П. Овчинникова**, доктор экономических наук, профессор, Белгород, Российская Федерация  
**С.В. Ратнер**, доктор экономических наук, доцент, Москва, Российская Федерация  
**А.Н. Сухарев**, доктор экономических наук, доцент, Тверь, Российская Федерация  
**Е.А. Федорова**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**И.В. Шевченко**, доктор экономических наук, профессор, Краснодар, Российская Федерация  
**Е.Ф. Сысоева**, доктор экономических наук, доцент, Воронеж, Российская Федерация

Ответственный секретарь: **И.Л. Селина**

Перевод и редактирование: **О.В. Яковлева, И.М. Вечканова**

Веб-разработка: **А.А. Клюкин**

Контент-менеджеры: **В.И. Романова, Е.И. Попова**

Менеджмент качества: **А.Ю. Садкус, А.В. Бажанов**

Верстка: **М.С. Гранильщикова**

Корректор: **Т.А. Кондратенко**

Подписка и реализация: **Р.Р. Гуськова**

Подписано в печать 21.09.2015

Выход в свет 24.09.2015

Формат 60x90 1/8. Объем 8,25 п.л. Тираж 1 200 экз.

Отпечатано в ООО «КТК»

Юр. адрес: 141290, Российская Федерация, Московская обл., г. Красноармейск,

ул. Свердлова, д. 1

Тел.: +7 (496) 588-0866

**Подписка:**

Агентство «Урал-пресс»

Агентство «Роспечать» – индекс 71222

Объединенный каталог «Пресса России» – индекс 45029

Свободная цена

Журнал доступен в EBSCOhost™ databases

Электронная версия журнала: <http://elibrary.ru>, <http://dilib.ru>, <http://biblioclub.ru>

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции

Редакция приносит извинения за случайные грамматические ошибки

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

## СОДЕРЖАНИЕ

### БАНКОВСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

- Малкина М.Ю.* Эмиссионные механизмы Банка России: факторный анализ изменения денежной базы и денежного мультипликатора 2
- Кодзоев З.Б.* Классификация банковской инфраструктуры 16

### БЮДЖЕТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

- Климанов В.В., Косендяк Е.В., Михайлова А.А.* Новая редакция Бюджетного кодекса Российской Федерации: проблемы и перспективы 26

### ФИНАНСОВЫЙ КОНТРОЛЬ

- Щербина О.Ю.* Мегарегулятор финансовых рынков в России 36
- Саввина О.В.* О современной модели финансового надзора 47

### СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

- Яшин С.Н., Охезина Г.М.* Методика оценки качества планирования реализации проектов процессных инноваций на промышленных предприятиях 58

# FINANCE & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal

Since 1994  
4 issues per month

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of theses for advanced academic degrees. Indexing in Referativny Zhurnal VINITI RAS. Included in the Russian Science Citation Index (RSCI). Registration Certificate ПИ № ФС77-60938 of March 02, 2015 by the Ministry of Press, Broadcasting and Mass Communications of the Russian Federation. Previous Registration Certificate № 013007 of November 03, 1994 by the Committee of the Russian Federation on Press.

**Founder:**

Publishing house FINANCE and CREDIT  
Office: 111397, Zelenyi prospect 20, Moscow, Russian Federation  
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation  
Telephone: +7 495 989 9610

**Publisher:**

Information center Finance and Credit, Ltd.  
Office: 123182, Aviatsionnaya St. 79-480, Moscow, Russian Federation  
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation  
Telephone: +7 495 989 9610

**Editorial:**

Office: 111397, Zelenyi prospect 20, Moscow, Russian Federation  
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation  
Telephone: +7 495 989 9610  
E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)  
Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Director General: **Vera A. Gorokhova**  
Managing Director: **Aleksey K. Smirnov**

Editor-in-Chief: **Valerii A. Tsvetkov**, Market Economy Institute RAS,  
Moscow, Russian Federation

**Deputy Editors:**

**Vladimir V. Gavrilov**, Moscow, Russian Federation  
**Yuliya V. Gorbacheva**, Moscow, Russian Federation

**Editorial Council:**

**Aleksandr M. Bat'kovskii**, Central Research Institute of Economics, Control Systems and Information, Moscow, Russian Federation  
**Alikhan Z. Dadashev**, Academy of Public Administration, Moscow, Russian Federation  
**Valentina N. Edronova**, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod – National Research University, Nizhny Novgorod, Russian Federation  
**Georgii B. Kleiner**, Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow, Russian Federation  
**Oksana P. Ovchinnikova**, Belgorod National Research University, Belgorod, Russian Federation  
**Svetlana V. Ratner**, Trapeznikov Institute of Control Sciences RAS, Moscow, Russian Federation  
**Aleksandr N. Sukharev**, Tver State University, Tver, Russian Federation  
**Elena A. Fedorova**, Financial University under Government of RF, Moscow, Russian Federation  
**Igor' V. Shevchenko**, Kuban State University, Krasnodar, Russian Federation  
**Elena F. Syssoeva**, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation

**Executive Editor:** **Inna L. Selina**

Translation and Editing: **Olga V. Yakovleva**, **Irina M. Vechkanova**  
Web Development: **Anton A. Klyukin**

Content Managers: **Valentina I. Romanova**, **Elena I. Popova**  
Quality Management: **Aleksandr Yu. Sadkus**, **Andrey V. Bazhanov**  
Layout Designer: **Marina S. Granil'shchikova**  
Proofreader: **Tat'yana A. Kondratenko**

Sales and Subscription: **Ravilya R. Gus'kova**  
Printed by KTK, Ltd., 141290, Sverdlov St., 1, Krasnoarmeysk, Russian Federation  
Telephone: +7 496 588 0866  
Published September 24, 2015. Circulation 1 200

**Subscription:**

Ural-Press Agency  
Rospechat Agency  
Press of Russia Union Catalogue

**Online version:**

EBSCOhost™ databases  
Scientific electronic library: <http://elibrary.ru>  
University Library Online: <http://biblioclub.ru>

Not responsible for the authors' personal views in the published articles

This publication may not be reproduced in any form without permission

All accidental grammar and/or spelling errors are our own

© Publishing house FINANCE and CREDIT

## CONTENTS

### BANKING

*Malkina M. Yu.* Emission mechanisms of the Bank of Russia: A factor analysis of changes in money base and money multiplier 2

*Kodzoev Z. B.* Classification of banking infrastructure 16

### BUDGET REGULATION

*Klimanov V. V., Kosendyak E. V., Mikhailova A. A.* A new version of the Budget Code of the Russian Federation: problems and prospects 26

### FINANCIAL CONTROL

*Shcherbina O. Yu.* Mega-regulator of financial markets in Russia 36

*Savvina O. V.* On the modern model of financial supervision 47

### BUSINESS VALUE

*Yashin S. N., Okhezina G. M.* Techniques to assess the quality of planning the implementation of process innovation projects at industrial enterprises 58

**ЭМИССИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ БАНКА РОССИИ: ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ИЗМЕНЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ И ДЕНЕЖНОГО МУЛЬТИПЛИКАТОРА\*****Марина Юрьевна МАЛКИНА**

доктор экономических наук, профессор, руководитель Центра макро- и микроэкономики, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Российская Федерация  
mmugi@yandex.ru

**История статьи:**

Принята 29.04.2015

Одобрена 07.05.2015

УДК 336.74

**Ключевые слова:** денежная эмиссия, денежная база, денежный мультипликатор, фактор

**Аннотация**

**Предмет.** В статье отмечается, что эмиссионные механизмы центрального банка оказывают существенное влияние на функционирование как самой денежно-кредитной сферы, так и реального сектора экономики.

**Цели и задачи.** Целью исследования является анализ разных эмиссионных механизмов, а также способов воздействия Банка России на денежную базу и денежный мультипликатор. Задачи исследования: сравнительный анализ теоретических подходов к изучению эмиссионных механизмов; оценка эффективности каналов денежной эмиссии в российской экономике.

**Методология.** В работе использованы структурный и факторный анализ, математическое и графическое моделирование. На основе трех эконометрических зависимостей выявлено влияние различного типа активов Банка России на изменение общих активов, денежной базы и денежного мультипликатора в 2003–2014 гг. С помощью логарифмического и смешанного факторного анализа определен вклад денежной базы и денежного мультипликатора в изменение общей денежной массы, оценен вклад факторов в изменение денежного мультипликатора.

**Результаты.** Выделены и охарактеризованы пять проблем эмиссионной политики государства. На основе анализа структуры активов Банка России и построенных эконометрических моделей доказано, что до кризиса 2008–2009 гг. в РФ активно применялся валютный канал эмиссии, который оказался достаточно эффективным способом удовлетворения эндогенной потребности экономики в деньгах. В то же время он продуцировал избыточное количество денег, что требовало стерилизационных мероприятий Банка России. Во время кризиса регулятор перешел к использованию кредитного канала эмиссии, а также стал его активно применять в условиях недоступности валютного канала и ограниченности фондового канала, начиная с последнего квартала 2011 г. Однако эффективность кредитного канала оказалась чрезвычайно низкой, усилия Банка России нейтрализовались автоматической стерилизацией денежной массы посредством валютных операций кредитных организаций. Причиной является недостаток спроса на деньги в российской экономике.

**Выводы.** В российской экономике эффективность денежной эмиссии зависит от реальной деловой активности, эндогенно формируемого спроса на деньги. Для удовлетворения потребности экономики в деньгах необходима разработка механизмов использования фондового канала эмиссии через приобретение Банком России ценных бумаг институтов развития. Активное рефинансирование под залог нерыночных обязательств в условиях низкого спроса на кредит представляет весьма опасный инструмент, который банки могут использовать для создания спекулятивных активов.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Эмиссионная политика является важной составляющей денежно-кредитной политики центрального банка любого государства. Исследователей эмиссионной политики обычно интересуют следующие проблемы:

\* Исследование выполнено в рамках базовой части государственного задания Минобрнауки России, проект 2648 «Методология экономических исследований».

1) разработка подходов к определению потребности экономики в деньгах (моделирование спроса на деньги) с учетом тенденций развития реального и финансового секторов экономики;

2) выявление механизмов передачи денежных импульсов в экономику (механизмов денежной трансмиссии) и оценка их эффективности с точки зрения воздействия на реальный сектор экономики;

3) определение способов удовлетворения потребности в деньгах (каналов денежной эмиссии) и управления денежной базой, их релевантности и относительной эффективности;

4) выработка тонких инструментов настройки денежного предложения в режиме управления ликвидностью;

5) оценка внутренней эффективности эмиссионной политики на основе анализа динамики денежного мультипликатора и факторов, на него влияющих.

Настоящее исследование посвящено проблемам определения способов удовлетворения потребности в деньгах (каналов денежной эмиссии) и управления денежной базой, их релевантности и относительной эффективности, а также оценки внутренней эффективности эмиссионной политики на основе анализа динамики денежного мультипликатора и факторов, на него влияющих. Другие указанные проблемы рассматриваются как сопутствующие.

**Теоретические подходы к исследованию эмиссионных механизмов.** Фундаментальной проблемой современной денежно-кредитной политики является недостаток как теоретико-методологических подходов, так и практических моделей точного определения спроса на деньги. Такие модели могли бы служить ориентиром в деятельности центрального банка при осуществлении денежной эмиссии. Справедливости ради следует признать, что попытки моделирования спроса на деньги в российской экономике предпринимались [1, 2, 3, 4]. Однако подобное моделирование так и не вошло в практику работы Банка России. При отсутствии работающих моделей центральный банк может судить о потребности экономики в деньгах на основе ценовых сигналов, подаваемых денежными рынками. Ценой свободных денежных средств в банковской системе является ставка межбанковского рынка, которая также служит индикатором состояния ликвидности банковской системы. Не случайно Банк России в недавней модификации своей денежно-кредитной политики принял ставку межбанковского рынка в качестве целевого ориентира. Таким образом, он фактически осуществил переход к таргетированию ссудного процента – политике, аналогичной ФРС США.

Между тем ставка межбанковского рынка реагирует как на спрос на кредитные ресурсы, так и на спрос на спекулятивные операции с валютой, ценными бумагами, другими финансовыми активами. Подаваемый ею ценовой сигнал является недифференцированным,

не позволяет разграничить тот спрос на деньги, который нужно поддерживать, и тот, который нужно подавлять, используя соответствующие инструменты. В ситуациях, когда автоматическая политика реагирует на ложные сигналы, центральный банк переходит к корректировке в ручном режиме. Яркими примерами такого управляющего воздействия являются повышение ключевой ставки Банком России в разгар валютных спекуляций в ночь с 15 на 16 декабря 2014 г. с 10,5 до 17% для удержания финансовых ресурсов на рублевых счетах, а позднее – снижение ставок по операциям валютного РЕПО.

Проблема адекватного определения спроса на деньги позволяет выявить избыток или недостаток денежных ресурсов в экономике. С одной стороны, о недостатке денежных ресурсов может свидетельствовать низкий уровень коэффициента монетизации экономики. В РФ в 2014 г. он составлял 42,7%, тогда как в развитых странах – в среднем 70–100% (а у Японии и Швейцарии еще выше). С другой стороны, в условиях низкого спроса на кредитные ресурсы спрос на деньги также невелик, и даже низкий коэффициент монетизации может означать избыточное предложение денег и формирование инфляционного навеса в экономике.

В настоящее время существуют как сторонники, так и противники активной денежной эмиссии. Сторонники активной эмиссии указывают на чрезмерную жесткость проводимой Банком России денежной политики как на одну из его основных ошибок [5]. Противники стимулирующей денежной эмиссии, придерживающиеся, как правило, монетаристской точки зрения, указывают на то, что денежная эмиссия – кратковременный инструмент воздействия на экономику, который в долгосрочном периоде не влияет на структурные сдвиги и темпы экономического роста, а только «...облагает экономику искажающим инфляционным налогом» [6]. Приводятся расчеты в доказательство того, что в последние годы политика Банка России скорее была мягкой, чем жесткой [7]. В одном из исследований на основе эконометрической модели доказывается ограниченное влияние монетарной политики как на уровень производства, так и на уровень цен в России [8].

Особый интерес исследователей в последнее время направлен на изучение каналов эмиссии денег и их эффективности. В одной из своих статей<sup>1</sup> автор выделил три канала эмиссии денег:

<sup>1</sup> Малкина М.Ю. Инфляционный процесс как единство накопления инфляционного потенциала и открытой инфляции // Финансы и кредит. 2005. № 24. С. 2–7.



- кредитный (осуществляется через систему рефинансирования коммерческих банков);
- валютный (посредством приобретения центральным банком иностранной валюты);
- фондовый (посредством приобретения им ценных бумаг, обычно – гособлигаций).

Были рассмотрены их достоинства и недостатки.

Впоследствии был предложен косвенный метод оценки масштабов использования каналов денежной эмиссии и каналов стерилизации денежной массы на основе анализа изменения структуры активов и пассивов центрального банка<sup>2</sup>. Данный метод был применен к анализу эмиссионной политики ФРС США, Европейского центрального банка, Банка Японии и Народного банка Китая<sup>3</sup>. Другие исследователи выделяли другие каналы эмиссии денег. Например, С. Андрюшин и В. Кузнецова [9] объединили кредитование и заимствования в один канал, а покупки и продажи активов на открытом рынке – в другой канал (при этом исследователи говорили о фондовых активах, умалчивая об инвалютных). Третий канал, с позиции этих экономистов, – воздействие на отдельные институты, а не рынок в целом, предоставление помощи конкретным кредитным организациям (по всей видимости, речь идет о селективной политике).

В настоящее время чрезвычайно мало исследований, характеризующих относительную эффективность разных эмиссионных каналов. При этом большинство авторов сходится во мнении о неадекватности валютного канала эмиссии. Этот канал скорее является пассивным инструментом денежной политики, побочным результатом управления валютным курсом, а его искажающее воздействие требует стерилизационных мероприятий центрального банка. Многие ученые также придерживаются точки зрения, что наиболее адекватным является кредитный канал эмиссии. В статье С. Моисеева рассматриваются два конкурирующих подхода к функциям центрального банка как кредитора последней инстанции: в первом подходе Центробанк осуществляет кредитование банков на общих

основаниях, во втором – проводит селективную политику по отношению к банковскому сектору, предоставляя ликвидность значимым банкам [10].

Некоторые специалисты высказывают опасения относительно активного использования кредитного канала эмиссии как способа денежной эмиссии. Е. Горюнов и П. Трунин – научные сотрудники Института экономической политики им. Е. Гайдара утверждают, что рефинансирование «... может быть для банков не регулярным источником пассивов, а только опцией в исключительных ситуациях». Эти исследователи выступают сторонниками использования фондового канала эмиссии – денег, создаваемых путем покупки центральным банком государственных облигаций, в том числе на длительный срок. Они считают, что именно этот способ эмиссии может обеспечить удовлетворение потребности экономики в длинных ресурсах для финансирования инвестиционных проектов, осуществить «трансформацию преимущественно «коротких» пассивов в «длинные» ресурсы» [6]. Новая эмиссионная модель требует большого объема «... качественных, по возможности безрисковых, активов, которые можно использовать как залог в сделках РЕПО». Но в условиях дефицита подобных активов центральному банку придется принимать в обеспечение эмиссии менее качественные активы и брать на себя дополнительные риски [7].

Данная позиция согласуется с ранее высказывавшимся мнением<sup>4</sup>, что Банк России может интегрировать эмиссионную политику в стратегию инновационного развития РФ через приобретение бумаг институтов развития и венчурных фондов, выпущенных в обеспечение пула инновационных проектов. И этот подход представляется более правильным, нежели просто принятие в обеспечение бумаг крупных госкомпаний. Профессор Дж. Эпштейн приводит многочисленные данные, свидетельствующие об успешном выполнении центральными банками развитых стран в разные периоды времени функций агентов по развитию. В числе инструментов реализации данных функций указываются операции на фондовом рынке с акциями банков развития и пр. [11]. Однако следует учитывать, что побочным негативным эффектом подобной политики остается воздействие на стоимость и доходность избранных бумаг, что искажает рыночные сигналы.

Новый подход связан с возрождением интереса к

<sup>2</sup> Малкина М.Ю. Анализ динамики уровня монетизации экономики и особенностей денежно-кредитной политики в современной России // Финансы и кредит. 2007. № 34. С. 2–14.

<sup>3</sup> Малкина М.Ю. Уровень монетизации, структура денежной массы и качество денег в экономике (сравнительный анализ положения в России и зарубежных странах) // Финансы и кредит. 2010. № 30. С. 2–10.

<sup>4</sup> Малкина М.Ю. Институты денежно-кредитного регулирования: противоречия функционирования и развития // Финансы и кредит. 2010. № 18. С. 2–11.

эндогенной концепции эмиссии денег, которая и ранее имела своих сторонников [12, 13]. Так, П. Трунин и Н. Ващелюк рассматривают механизм эндогенной эмиссии денег как ответ на потребность кредитных организаций в ресурсах для выдачи кредитов. При таком подходе бессмысленно требовать от центрального банка расширения денежной базы как основы предложения денег, так как это слабо сказывается на масштабах кредитования экономики [14]. Данный вывод подтверждается эмпирическим анализом, указывающим на отсутствие связи между изменением денежной базы и масштабами кредитования, особенно после мирового кризиса 2008–2009 гг. Исследователи делают заключение, что в условиях отсутствия спроса на кредиты расширение денежной базы может привести к увеличению вложений в спекулятивные активы и оттоку капитала за границу [14], с чем следует согласиться.

Вопрос о каналах эмиссии денег приобретает особую значимость, когда речь идет о создании посредством этих каналов денег разного качества: денег, обслуживающих транзакционный или инвестиционный спрос, денег, направляемых в разные секторы экономики, длинных или коротких ресурсов, дешевых или дорогих.

Благодаря эмиссии происходит расширение активов Банка России и увеличение его денежной базы, которая является основой предложения денег. Изначально эмитированные денежные средства участвуют в процессе банковской мультипликации, создаваемая при этом общая денежная масса автоматически увеличивается:

$$M = m_m MB,$$

где  $m_m$  – денежный мультипликатор;

$MB$  – расширенная денежная база.

Денежный мультипликатор является показателем степени освоения банками эмитированной денежной массы. Исследованию денежного мультипликатора посвящено немного работ. Прежде всего, различают теоретический и практический мультипликаторы. Теоретический мультипликатор является величиной, обратной норме обязательных резервов. В ряде работ утверждается, что концепция традиционного банковского мультипликатора и создания денег через увеличение резервов на практике не работает, что, в частности, показал кризис в США, когда значительное расширение денежной базы ФРС не привело к адекватному увеличению банковских кредитов [15].

Практический мультипликатор определяется как отношение денежной массы  $M_2$  к расширенной денежной базе  $MB$ , в таком виде он обычно используется в научных исследованиях. В работе М. Беради [16] предложена динамическая версия мультипликатора. В книге А. Белке и Т. Роллейт [17] рассмотрены альтернативные подходы к определению банковского мультипликатора (в частности, подход Я. Тинбергена). В исследовании В. Маевского и К. Зорина [18] рассмотрена связь денежного мультипликатора с активностью на рынке ценных бумаг. Достаточно традиционным является представление мультипликатора через норму депонирования, норму обязательных и избыточных резервов. В работе М. Шашкиной и Д. Довбыш<sup>5</sup> определена корреляционная связь указанных норм с размером денежного мультипликатора в российской экономике, а также исследованы резервы роста мультипликатора. Однако необходимо дальнейшее уточнение исходной модели мультипликатора путем выделения доли стерилизационных инструментов. А использование методов смешанного факторного анализа вместо коэффициентов корреляции позволяет получить более точные и несколько отличные оценки влияния факторов на мультипликатор.

Проведенный общий теоретический обзор требует дальнейшего практического анализа структуры денежной базы, денежного мультипликатора и оценки их эффективности в российской экономике.

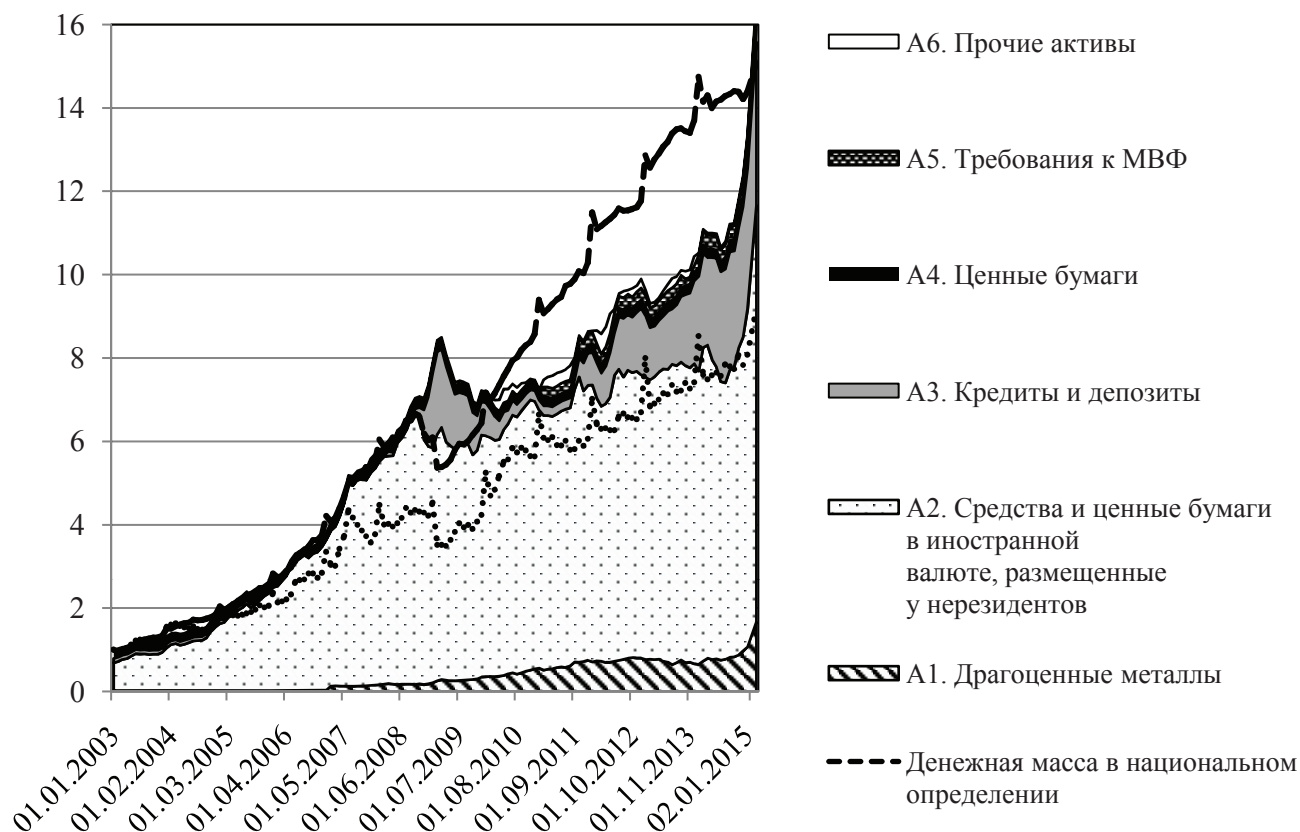
**Исследование каналов денежной эмиссии в российской экономике и детерминантов денежной массы.** 1. *Анализ эффективности каналов эмиссии денег в российской экономике.* Оценка масштабов эмиссии по различным каналам в 2003–2015 гг. можно осуществить, используя предложенный автором подход, основанный на анализе динамики структуры активов Банка России [8]. Результаты представлены на рис. 1.

Анализ данных показывает, что до августа 2008 г. преобладал валютный канал эмиссии, при этом изменение денежной массы почти точно совпадало с изменением активов Банка России. Во время кризиса 2008–2009 гг. произошел переход к кредитному каналу эмиссии денег. Однако его активное использование с лихвой нейтрализовалось автоматической стерилизацией денежной массы по валютному каналу, что происходило вследствие операций Банка России в поддержку рубля, а

<sup>5</sup> Шашкина М.Е., Довбыш Д.Д. Оценка резервов роста денежного мультипликатора с учетом факторов мультипликативной модели // Финансы и кредит. 2013. № 4. С. 43–50.

Рисунок 1

Рост активов Банка России, денежной базы и денежной массы (агрегата М2) в 2003–2015 гг., %



также активного участия кредитных организаций в операциях «валютный своп». Нечто подобное повторилось в денежной сфере России во время кризиса конца 2014 – начала 2015 г., когда Банк России использовал операции валютного РЕПО для уменьшения давления на курс рубля. Поэтому во время обоих кризисов рост активов Банка России и расширение рефинансирования как под рыночное, так и под нерыночное обеспечение сопровождалось уменьшением денежной базы. Например, с 01.07.2008 по 01.04.2009 денежная база уменьшилась на 20,7%. Хотя мультипликатор в этот период увеличился на 5,5%, но он явно не компенсировал падение базы, что привело к общему снижению денежной массы на 16,3%. Это свидетельствовало о безуспешных попытках регулятора поддерживать денежную эмиссию в условиях снизившегося спроса на национальные деньги. После кризиса кредитный канал эмиссии использовался слабо. Однако следует отметить начавшееся с 2010 г. опережающее увеличение денежной массы по сравнению с ростом активов Банка России, которое сопровождалось ростом денежного мультипликатора.

В конце 2011 г. началось существенное долговое расширение практики рефинансирования Банком России кредитных организаций. Сама система рефинансирования существенно изменилась, приобретая некую амбивалентность. С одной стороны, Банк России управляет ликвидностью, используя рыночные механизмы, соответствующие современным зарубежным стандартам. Главным инструментом являются операции недельного РЕПО по ключевой ставке с ликвидными ценными бумагами, входящими в ломбардный список. Для управления мгновенной ликвидностью используются внутрисдневные кредиты и кредиты overnight. С другой стороны, Банк России значительно расширил кредитование коммерческих банков на длительный срок под нерыночное обеспечение (заключенные кредитные договора, векселя, поручительства) и золото. Стремительный рост кредитов Банка России коммерческим банкам с нерыночным обеспечением вызывает опасение ряда экономистов, в том числе специалистов Института Е. Гайдара. Сотрудниками Банка России (в частности, К. Юдаевой) расширение практики