

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



ВЫХОДИТ 4 РАЗА В МЕСЯЦ

ФИНАНСЫ[®] & КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

2016 выпуск 47
ДЕКАБРЬ

FINANCE[®] & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal
2016, December
Issue 47



Научно-практический и теоретический журнал

Основан в 1994 году
Выходит 4 раза в месяц
Статьи рецензируются

Рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций по следующим отраслям:
– экономические науки (08.00.00)
– юридические науки (12.00.00)
– политология (23.00.00)
Реферируется в ВИНИТИ РАН
Включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)
Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-60938 от 02 марта 2015 г. выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций
Предыдущее Свидетельство о регистрации № 013007 от 03 ноября 1994 г. выдано Комитетом Российской Федерации по печати

Цель журнала – предоставить возможность научному сообществу и практикам публиковать результаты своих исследований, привлечь внимание к перспективным и актуальным направлениям экономической науки, усилить обмен мнениями между научным сообществом России и зарубежных стран

Главная задача журнала – публикация теоретических и научно-практических статей, освещающих взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования различных звеньев финансовой системы, финансовые потоки и кругооборот капитала, структурные элементы денежно-кредитной системы, объективные закономерности формирования системы денежно-кредитных отношений на микро- и макроуровне

Учредитель

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

Редакция журнала

Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зеленый 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**
Директор по стратегии **А.А. Ключин**

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

Зам. главного редактора
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. Едрнова, 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.Ф. Сысоева, доктор экономических наук, доцент, Воронеж, Российская Федерация
Е.А. Федорова, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
С.Н. Яшин, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация

Ответственный секретарь **И.Л. Селина**
Перевод и редактирование **О.В. Яковлева, И.М. Комарова**
Верстка и дизайн **С.В. Голосовский**
Контент-менеджеры **Е.И. Попова, В.И. Романова**
Менеджмент качества **А.В. Бажанов, Е.И. Попова**
Корректоры **О.А. Ковалева, В.А. Нерушев**
Подписка и реализация **Т.Н. Дорохина**

Подписано в печать 14.12.2016
Выход в свет 27.12.2016
Формат 60x90 1/8. Объем 7,75 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

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Бурлачков В.К. Современная процентная политика центральных банков и феномен отрицательных процентных ставок 2

Абу Бакр Фарид А.А. Политика финансовой репрессии: международный опыт 15

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

Яшин С.Н., Щекотурова С.Д. Применение методики оценки эффективности инновационного развития предприятия на примере ПАО «Русполимет» 27

НАУЧНОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Соболев Л.Б. Реструктуризация оборонно-промышленного комплекса 47

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 in Economic Sciences, Legal Sciences, Political Science. Indexed in Referativny Zhurnal VINITI RAS. Included in the Russian Science Citation Index (RSCI). Registration Certificate ПИ № ФС 77-60938 of March 02, 2015 by the Federal Service for Supervision of Communications, Information Technology, and Mass Media. Previous Registration Certificate № 013007 of November 3, 1994 by the Committee of the Russian Federation on Press.

The objective of the journal is to provide an opportunity to the scientific and business community to publish original research findings, draw attention to promising and important fields of economic science, strengthen the comprehensive and useful exchange of views between the scientific and business communities in Russia and abroad.

The journal's main task is to publish theoretical and practical articles highlighting the interrelationship and interdependencies arising in the operation of various links in the financial system, financial flows and the circulation of capital, structural elements of the monetary system, objective regularities of formation of the monetary system at the micro- and macrolevels.

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
Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Director General **Vera A. Gorokhova**
Managing Director **Aleksey K. Smirnov**
Chief Strategy Officer **Anton A. Kiyukin**

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

Deputy Editor
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, National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, 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 Science, RAS, Moscow, Russian Federation
Aleksandr N. Sukharev, Tver State University, Tver, Russian Federation
Elena F. Sysoeva, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation
Elena A. Fedorova, Financial University under Government of RF, Moscow, Russian Federation
Sergei N. Yashin, National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

Executive Editor **Inna L. Selina**
Translation and Editing **Olga V. Yakovleva**, **Irina M. Komarova**
Design **Sergey V. Golosovskiy**
Content Managers **Elena I. Popova**, **Valentina I. Romanova**
Quality Management **Andrey V. Bazhanov**, **Elena I. Popova**
Proofreaders **Oksana A. Kovaleva**, **Viktor A. Nerushev**
Sales and Subscription **Tatiana N. Dorokhina**

Printed by KTK, Ltd., 141290, ul. Sverdlova, 1, Krasnoarmeysk, Russian Federation
Telephone: +7 496 588 0866
Published December 27, 2016. 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

MONETARY ACCOMMODATION

Burlachkov V.K. Modern interest rate policy of central banks and a phenomenon of negative interest rates 2

Abu Bakr Fareed A.A. Financial repression policy: Experience of foreign countries 15

BUSINESS VALUE

Yashin S.N., Shchekoturova S.D. Applying the methodology for assessment of enterprise innovative development efficiency: Evidence from PAO Ruspolymer 27

SCHOLAR DISPUTE

Sobolev L.B. The military-industrial complex restructuring 47

СОВРЕМЕННАЯ ПРОЦЕНТНАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И ФЕНОМЕН ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК***Владимир Константинович БУРЛАЧКОВ**

доктор экономических наук, профессор кафедры международных финансов,
Московский государственный институт международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел России, Москва, Российская Федерация
vkburl@gmail.com

История статьи:

Принята 12.09.2016
Принята в доработанном
виде 17.10.2016
Одобрена 01.12.2016

УДК 338.22.021.1

JEL: E51, E52, E58

Аннотация

Предмет. В современной экономике процентная политика является основным элементом денежно-кредитного регулирования, осуществляемого центральными банками, в том числе Банком России. Главный инструмент проведения такой политики – установление целевого значения процентной ставки. Проявление дефляционных тенденций в экономиках ведущих стран вызвало необходимость снижения процентных ставок центральных банков. Появился феномен отрицательных процентных ставок, устанавливаемых центральными банками по привлекаемым ими депозитам коммерческих банков.

Цели. Комплексное исследование особенностей современной процентной политики центральных банков ведущих стран в условиях эволюции денежного механизма; выявление причин возникновения феномена отрицательных процентных ставок; разработка методологических основ процентной политики в российской экономике.

Методология. Использовались методы логического и статистического анализа.

Результаты. Выявлена специфика политики процентных ставок центральных банков в условиях эволюции денежного механизма современной экономики. Раскрыты характерные особенности регулирования процентных ставок с использованием процентных коридоров. Определена современная специфика формирования процентных ставок и их влияние на масштабы кредитования и денежную ликвидность, создаваемую центральными банками. Раскрыта связь между формированием процентных ставок и леввериджированностью экономики. Установлено влияние процентных ставок на дефляционные тенденции.

Выводы. Особенности современной процентной политики центральных банков предопределяются эволюцией денежного механизма, то есть механизма формирования денежного предложения. Создание платежных систем центральных банков значительно повысило значение такого особого элемента денежной массы, как деньги на корреспондентских счетах коммерческих банков в центральном банке (резервы). Но при таргетировании ставки по этим резервам центральные банки имеют ограниченные возможности воздействия на процентные ставки по кредитам коммерческих банков. Поэтому центральные банки не способны эффективно стимулировать расширение банковского кредитования в условиях циклической рецессии и вынуждены использовать нестандартный метод увеличения денежного предложения – количественное смягчение.

Ключевые слова:

денежный механизм,
процентная ставка,
процентный коридор,
дефляция, количественное
смягчение

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Характерными особенностями современного состояния финансово-кредитной сферы ведущих стран являются: снижение депозитных ставок центральных банков до отрицательных значений; падение реальных процентных ставок; нарастание государственного и частного долга, то есть

повышение леввериджированности общественного сектора и домашних хозяйств.

Процентная ставка Европейского центрального банка по однодневным депозитам коммерческих банков была установлена на уровне минус 0,1% в июне 2014 г. и снижена до минус 0,4% в марте 2016 г. Банк Японии объявил 29.01.2016 о переходе к политике «количественного и качественного монетарного смягчения с отрицательной процентной

*Автор выражает благодарность и глубокую признательность доктору экономических наук, главному научному сотруднику Института экономики РАН Сергею Анатольевичу АНДРЮШИНУ за советы и ценные замечания при работе над данной статьей.

ставкой» и установил ставку по избыточным резервам коммерческих банков на уровне минус 0,1%. Отрицательные процентные ставки также введены центральными банками Дании и Швеции.

Эти действия следует рассматривать не только как попытку стимулирования экономической активности, но и как реакцию на проявление новых тенденций формирования процентных ставок. Как отмечается в работах К. Борио (Borio) [1], Л. Рехеля и Т. Смита [2], Г. Тхвейтиса [3], в развитых странах в последнее десятилетие наблюдается устойчивое снижение доходности долгосрочных государственных облигаций, а также реальной процентной ставки монетарной политики (real policy rate), определяемой как разность между таргетируемой краткосрочной процентной ставкой центрального банка и индексом потребительской инфляции.

Новые тенденции также проявились в функционировании денежного механизма, то есть механизма формирования денежного предложения. Как отмечают аналитики Банка Англии М. Маклеу, М. Рэдиа, Р. Томас, создание денег на практике отличается от популярных, но ошибочных концепций: банки не действуют как посредники, предоставляя в кредит размещенные сберегателями депозиты, но они и не мультиплицируют деньги центрального банка при предоставлении кредитов и, соответственно, создании депозитов. Количество денег, созданных в экономике, в конечном счете зависит от монетарной политики центрального банка. В обычные времена такая политика реализуется через установление процентных ставок. Центральный банк может также влиять на количество денег через покупки активов, то есть количественное смягчение [4].

Аналитики ФРС США С. Карпентер и С. Демиралып утверждают, что недавний рост банковских резервов предопределяет необходимость переоценки связи, идущей от банковских резервов к денежным агрегатам и банковскому кредитованию. По их мнению, анализ институциональной структуры в США и эмпирические данные за период с 1990-х гг.

однозначно показывают, что трансмиссионный механизм не работает через стандартную модель денежного мультипликатора от резервов к денежным агрегатам и банковским займам [5].

Современная практика создания безналичных денег означает, что в экономической системе перестал действовать классический для второй половины XX в. механизм денежного мультипликатора. Как известно, в концепции этого механизма предполагалось, что денежные агрегаты формируются на основе денежной базы, контролируемой центральным банком.

Проблемы концепции денежного мультипликатора и его влияния на процентные ставки изучались в работах У. Биндсейла [6, 7], а также З. Якаба и М. Камхофа [8]. Эмпирические доказательства создания безналичных денег при осуществлении кредитных операций и вне связей с денежной базой представлены в работах Р. Вернера [9, 10]. Особенности монетарной политики в современных условиях изучались А. Кашьяром и Дж. Стейном [11, 12], М. Фарагом, Д. Херлендом, Д. Никсоном [13], С. Бодлером и А. Рэдиа [14], Л. Кристиано и М. Эйхенбаумом [15]. Специфика количественного смягчения как нестандартного метода регулирования денежного предложения исследовалась в работах Дж. Бриджеса и Р. Томаса [16], С. Фуллвилера и Л. Урея [17], М. Маханги [18], П. Мишра и П. Монтиеля [19], Б. Фоулея и К. Нийли [20].

По нашему мнению, важно учитывать, что тенденции, наблюдаемые в настоящее время в монетарных сферах ведущих стран и выразившиеся в снижении как реальных, так и номинальных процентных ставок, складывались в течение длительного периода и были предопределены изменениями в денежном механизме современной экономики, то есть механизме формирования денежного предложения. Именно рост денежного предложения обусловил понижительную динамику процентных ставок.

Трансформация денежного механизма ведущих стран стала результатом, во-первых,

развития системы пруденциального надзора за деятельностью коммерческих банков, в частности, введения нормативов Базель I (1988 г.), а впоследствии – Базель II; во-вторых, создания платежных систем центральных банков, обеспечивающих расчеты между коммерческими банками. Эти события произошли в начале 90-х годов XX в. и привели к неожиданным последствиям.

Первое состояло в том, что в сложившихся условиях естественным ограничителем банковского кредитования оказался не приток депозитов в коммерческий банк, а базельский норматив соотношения капитала к активам. Коммерческие банки получили возможность наращивать объем кредитования независимо от динамики остатков на счетах клиентов.

Еще одним вариантом увеличения кредитования стала передача части ранее выданных кредитов специально учреждаемым компаниям (SPV – special purpose vehicle), последующая секьюритизация этих кредитов и продажа облигаций на финансовом рынке.

Последствием, вызванным появлением платежных систем центральных банков, можно назвать приобретение деньгами, обращающимися в таких системах, то есть остатками на корреспондентских счетах (резервами), особых свойств, отличающих их от денег в банковских депозитах. Оказалось, что деньги на корсчетах (резервы) не подвержены мультиплицированию и полностью контролируются центральными банками. Это связано с тем, что они формируются в закрытой системе, а списание средств с одного корсчета происходит одновременно с их зачислением на другой корсчет. В настоящее время также используется термин «ликвидность банковского сектора», означающий совокупный объем резервов коммерческих банков в центральном банке.

Как отмечают экономисты Банка Норвегии Т. Бернхардсен и А. Клостер, резервные деньги центрального банка являются единственным общепринятым средством платежа в межбанковских расчетах, и только центральный банк может создавать их.

Резервные деньги центрального банка перемещаются по счетам коммерческих банков в центральном банке в закрытой системе. Коммерческие банки не могут по собственному усмотрению влиять на общее количество резервов в банковской системе [21].

Сложилась парадоксальная ситуация – коммерческие банки получили возможность создавать при осуществлении кредитных операций объем денежной массы, ограниченный лишь спросом на кредиты со стороны корпоративного сектора и домашних хозяйств. Для создания денег коммерческим банкам достаточно дебетовать счет «Кредиты предоставленные» и кредитовать счет клиента – получателя кредита. Но проблема возникает в момент, когда клиент дает банку поручение перевести деньги в другой банк. Если средств на корреспондентском счете в центральном банке не хватает, их необходимо занять на межбанковском рынке или у центрального банка.

В настоящее время данной спецификой характеризуется не только денежный механизм национальных экономик, но и механизм формирования денежной ликвидности в глобальной экономике. Обращающиеся в этой сфере мировые валюты по сложившейся еще в начале 60-х гг. XX в. традиции называют евровалютами. Основной из них является евродоллар. Как отмечает С. Фоулер, в определенном смысле можно представлять евродоллары не как фонды, а как «решения» (decisions): евродоллары создаются, когда зарубежный банкир решает взять на себя номинированное в долларах обязательство в виде депозита, несмотря на то, что ни один цент не покинет Федеральную резервную систему (США) [22].

Из этого примера следует, что зарубежный, например европейский, банк может создать долларовый депозит (то есть выдать кредит клиенту), осуществив банковскую проводку по счетам баланса. Но в случае если клиент даст поручение перевести эти средства в банк на территории США, то банк, выдавший кредит и, соответственно, создавший

долларовый депозит, должен будет привлечь соответствующую сумму с межбанковского рынка. Деньги центральных банков в настоящее время необходимы коммерческим банкам не для того, чтобы выдавать кредиты, а для того, чтобы переводить созданные ими деньги из одного банка в другой по распоряжению клиентов, получивших кредиты.

Трансформация денежного механизма, вызвавшая рост денежного предложения и, соответственно, падение процентных ставок, не могла не привести к масштабному перекредитованию корпораций и домашних хозяйств. Она предопределила формирование тенденции к резкому снижению процентных ставок. Первое, что заметили монетарные власти в изменившейся в начале 2000-х гг. ситуации, – проявление неустойчивости денежных и кредитных агрегатов. Это предопределило отказ от таргетирования денежных показателей и заставило перейти к регулированию процентных ставок. Следует отметить, что попытки управления процентными ставками ранее неоднократно предпринимались в различных странах. Однако эффективность такого регулирования была низкой и не позволяла оказывать оперативное воздействие на экономическую активность и ценовую динамику.

Переход в ведущих странах в начале 2000-х гг. к регулированию процентных ставок происходил в условиях значительных изменений их формирования. Эволюция денежного механизма привела к тому, что контролируемая центральными банками краткосрочная процентная ставка фактически превратилась в «тариф на транспортировку» денег из одного коммерческого банка в другой через их корреспондентские счета в центральном банке.

При проведении процентной политики ФРС США устанавливает таргетируемое (целевое) значение ставки по федеральным фондам. Такая процентная ставка является ежедневной (overnight), по ней банки с избыточными обязательными резервами предоставляют

кредиты банкам с недостаточными обязательными резервами. Таргетируемая ФРС ставка по федеральным фондам выступает важнейшим индикатором рынка избыточных обязательных резервов. Эффективная ставка по федеральным фондам (federal funds effective rate) – это средневзвешенный курс рыночных сделок коммерческих банков с федеральными фондами, то есть сделок по кредитованию федеральными фондами.

В США помимо таргетируемой ставки по федеральным фондам используются ставка по обязательным резервам (interest on required reserves rate – IORR) и ставка по превышающим резервам (interest on excess reserves rate – IOER).

IORR выплачивается по обязательным резервам, которые американские банки обязаны держать в ФРС. IOER начисляется на сумму превышения фактических резервов (то есть средств коммерческих банков на счетах в ФРС) над объемом обязательных резервов. Использование IOER, а именно начисление процентов на превышающие (excess) резервы, является инструментом ФРС по абсорбированию избыточной ликвидности и аналогом используемого ЕЦБ привлечения излишних ресурсов в депозиты.

ЕЦБ при проведении процентной политики поддерживает коридор процентных ставок. Верхняя граница коридора – предельная ставка кредитования (marginal lending facility rate). По этой ставке ЕЦБ предоставляет ликвидность банковскому сектору в случае повышения рыночной ежедневной (overnight) процентной ставки денежного рынка.

Нижнюю границу коридора образует ежедневная ставка по депозитам (deposit facility rate). По этой ставке ЕЦБ в обычных условиях должен привлекать избыточную ликвидность в депозиты. Но в условиях политики количественного смягчения ЕЦБ установил отрицательную ставку по депозитам на уровне минус 0,4% в целях стимулирования использования коммерческими банками их резервов.

Помимо указанных ставок ЕЦБ использует основную ставку рефинансирования (main refinancing rate). Она применяется при еженедельных операциях ЕЦБ по предоставлению дополнительной ликвидности банковскому сектору.

Банк Англии при реализации процентной политики устанавливает целевое значение ежедневной (overnight) ставки. Избыточная ликвидность абсорбируется путем привлечения в депозиты Банка Англии по депозитной ставке (deposit rate). В случае нехватки ликвидности и, соответственно, повышения краткосрочной процентной ставки Банк Англии предоставляет банковской системе дополнительные резервы по кредитной ставке – lending rate. Тем самым Банк Англии обеспечивает поддержание банковской ставки (bank rate) в коридоре. Его верхняя граница – lending rate, а нижняя – deposit rate. Наиболее распространенным методом управления однодневной процентной ставкой является установление центральными банками симметричного коридора ее колебаний. Аналогичная модель используется в России с применением ключевой ставки.

При использовании процентного коридора центральные банки ведущих стран осуществляют как предложение денежной ликвидности (в случае достижения таргетируемой процентной ставкой верхней границы коридора), так и абсорбирование избыточной ликвидности путем ее привлечения в депозиты (в случае достижения таргетируемой ставкой нижней границы коридора). При реализации таких мер регулирования межбанковская процентная ставка оказывается в середине установленного коридора.

При прогнозировании движения таргетируемой процентной ставки в рамках установленного коридора центральным банкам важно учитывать изменения так называемых автономных факторов – спроса банковской системы на наличные деньги и операций государственного казначейства. Эти операции состоят в получении казначействами доходных поступлений и осуществлении расходов [6].

Первоначально процентные коридоры были введены ЕЦБ и центральными банками Австралии, Канады, Новой Зеландии [6]. Следует отметить, что из четырех перечисленных центральных банков только один – ЕЦБ – использует систему обязательного резервирования. Процентные коридоры с момента своего появления стали рассматриваться в качестве универсального инструмента регулирования денежной ликвидности, предоставляемой центральными банками. В США избыточная ликвидность банковской системы не привлекается в депозиты, но по ней выплачивается процент. Эта практика имела важное последствие – избыточные обязательные резервы превратились в разновидность безрисковых активов.

Превращение в ходе эволюции денежного механизма (1) банковских депозитов и (2) остатков средств на корреспондентских счетах (резервов) в два обособленные элемента денежной массы предопределило специфику функционирования процентных коридоров в современной экономике. Они обеспечивают регулирование процентной ставки по резервам, то есть деньгам ЦБ. Но спрос на эти деньги коммерческие банки предъявляют для перевода депозитов клиентов, то есть денег, создаваемых ими в процессе кредитования. Если спрос на резервы со стороны коммерческих банков превышает их предложение центральным банком, то последний, решая задачу удержания процентной ставки в заданном коридоре, вынужден увеличить объем создаваемых им денег (резервов). Это означает, что фактически процентный коридор является инструментом приспособления объема денег ЦБ к объему денег, создаваемых коммерческими банками. Но на практике действие такого механизма приводит к перекредитованию экономики и падению процентных ставок.

Как показал опыт, использование процентного коридора представляет существенную опасность для стран с так называемыми сырьевыми валютами, в частности, для России. В подобных странах падение мировой цены на основной экспортный товар приводит к

турбулентности на национальных валютных рынках. При развитии такой ситуации коммерческие банки переводят средства через платежную систему центробанка на валютную биржу. Причем эти средства – деньги, созданные коммерческими банками. Центральный банк, поддерживая таргетируемую процентную ставку в установленном коридоре, увеличивает объем ликвидности, то есть эмитирует резервы как особый элемент денежной массы. В данной ситуации единственным способом противодействия спекулятивной атаке против национальной валюты является такое увеличение таргетируемой ставки (в России – ключевой), которое могло бы резко снизить доходность спекулятивных валютных операций для коммерческих банков. Но, как показывает опыт, резкое повышение ключевой процентной ставки дезорганизует процесс кредитования в национальной экономике.

Особенностью процентной политики ФРС США является таргетирование ставки по федеральным фондам (*federal funds rate* – FFR). Необходимость привлечения федеральных фондов под процент для проведения расчетов клиентов не могла не стимулировать попытки коммерческих банков США снизить потребности в таких фондах. Для решения этой проблемы коммерческие банки с середины 90-х гг. XX в. начали использовать перевод в конце рабочего дня остатков средств клиентов с депозитных счетов на счета денежного рынка, поскольку на них не распространяются резервные требования. Еще одним направлением минимизации потребностей коммерческих банков в федеральных фондах стало использование частных расчетных палат, осуществляющих взаимозачеты (неттинг) платежей. Значительный объем клиринга между американскими банками осуществляется через частную систему CHIPS (*Clearing House and Interbank Payments System*), а платежная система ФРС (*Fedwire*) используется для окончательного урегулирования расчетов. Небольшие банки начали проводить расчеты через локальные системы. Расчеты по сделкам с ценными бумагами осуществляются через DTCC (*Depository Trust and Clearing Corp.*), а также

через FICC (*Fixed Income Clearing Corp.*). Для снижения потребностей в федеральных фондах американские банки стали активно привлекать ресурсы с рынка евродолларов и проводить операции РЕПО. Развитие таких операций имело важный эффект – в результате их проведения усилилось влияние ставки по федеральным фондам (FFR) на краткосрочные процентные ставки, формирующиеся на других рынках, в частности, на рынках евродолларов и РЕПО. Между этими рынками стали проводиться арбитражные сделки.

Из-за развития взаимозачетов потребность банковской системы США в федеральных фондах значительно снизилась, а банки стали привлекать меньше внутрисуточных кредитов для осуществления платежей. Но уменьшение объема резервных фондов привело к росту волатильности FFR. Причина неустойчивости этой ставки – нехватка в определенные периоды времени средств для проведения платежей.

Расширение взаимозачетов может привести к значительному снижению роли федеральных фондов в проведении монетарной политики ФРС. В связи с этим важно отметить, что ряд стран, в частности, Австралия и Канада, предприняли законодательные меры по использованию исключительно денег центральных банков для окончательного урегулирования платежей в банковской системе. По законам этих стран только деньги центральных банков обеспечивают окончательные расчеты между коммерческими банками [23].

Эволюция денежного механизма предопределила изменения в формировании процентных ставок, связанные прежде всего с особой ролью таких элементов денежной массы, как банковские депозиты и резервы (остатки на корреспондентских счетах). В современной экономике кредитование корпоративного сектора и домашних хозяйств осуществляется эндогенными (внутренними) деньгами, создаваемыми коммерческими банками. Процентные ставки, применяемые при таком кредитовании, определяются спросом на кредитные ресурсы и возможностями банков по предоставлению заемных средств,

зависящими от действующих норм пруденциального надзора и рисков кредитования конкретных классов заемщиков. Но для перевода коммерческими банками средств клиентуры, в том числе созданных в результате кредитной операции, в платежной системе центрального банка используются экзогенные (внешние) деньги, создаваемые монетарными властями при обеспечении ликвидности банковского сектора, то есть деньги на корреспондентских счетах коммерческих банков в центральном банке. Процентная ставка по кредитам в этих деньгах определяется центральными банками.

Следовательно, процентная ставка, используемая коммерческими банками при кредитовании клиентуры, – это ставка на эндогенные деньги, создаваемые коммерческими банками. Но процентная ставка, регулируемая центральным банком в границах коридора, – это ставка на экзогенные деньги, создаваемые центральными банками. Как отмечалось ранее, эта ставка – фактически тариф на перечисление денег из одного коммерческого банка в другой.

Таргетируемая центральными банками процентная ставка не оказывает непосредственного воздействия на объемы кредитования коммерческими банками реального сектора и домашних хозяйств. Но она определяет возможности коммерческих банков своевременно осуществлять переводы средств в платежной системе по распоряжению клиентов.

Ставка по резервам способна влиять на состояние финансового рынка и является в определенном смысле якорной вследствие отсутствия иных количественных ориентиров процентной политики центральных банков. В частности, эта ставка воздействует на доходность государственных облигаций.

Важно учитывать то, что деньги, аккумулируемые на депозитных счетах коммерческих банков в центральном банке при осуществлении операций по поддержке таргетируемой ставки в границах установленного коридора, – это не ресурсы, которые предоставляются коммерческими

банками клиентуре при кредитовании, а деньги, обеспечивающие перевод средств из одного банка в другой в ходе проведения платежей. Поэтому невозможно стимулировать кредитную активность в экономике путем установления по депозитам в этих деньгах отрицательной процентной ставки.

В результате отмеченных изменений в денежном механизме в последнее десятилетие резко снизилось влияние процентной политики центральных банков на формирование ставок по банковским кредитам компаниям и домашним хозяйствам. Произошло падение эффективности процентной политики монетарных властей. Проблема состоит в том, что ставка по резервам, устанавливаемая центральными банками, способна оказывать ограниченное воздействие на кредитную активность коммерческих банков, определяемую в современных условиях нормативом капитал/активы. Следовательно, уменьшились возможности влияния центральных банков на совокупный спрос и ценовую динамику. Поэтому регулирование ставки по резервам (в России – ключевой ставки), широко распространенное в современной экономике, не может рассматриваться как эффективный инструмент таргетирования инфляции.

Низкий уровень процентной ставки часто называют ликвидной ловушкой (liquidity trap). Этот термин используется в кейнсианской теории спроса на деньги для характеристики особенностей ситуации, складывающейся на фазе циклической депрессии, то есть в условиях падения совокупного спроса и дефляционных тенденций. Но такая ситуация является кратковременной. Крайне низкие процентные ставки в современной мировой экономике объясняются иными причинами, а именно: изменениями в денежном механизме вследствие создания закрытых платежных систем центральных банков и введения базельского норматива достаточности собственного капитала, предопределившими увеличение денежного предложения.

Таким образом, эволюция денежного механизма привела к ситуации, при которой краткосрочная процентная ставка, таргетируемая