

**С.А. Андриюшин
В.В. Кузнецова**

**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АСПЕКТ
ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ
В НОВЫХ УСЛОВИЯХ**

**Москва
Институт экономики
2014**

Андрюшин С.А., Кузнецова В.В. Макроэкономический аспект финансовой политики в новых условиях. – М.: Институт экономики РАН, 2014. – 33 с.

В докладе анализируются современные проблемы макроэкономики финансовой политики, связанные с формированием и перераспределением денежных потоков общественного сектора, операционное управление которыми осуществляют центральный банк, казначейство и система коммерческих банков. Оптимизация взаимоотношений между ними может помочь вернуть национальную экономику на долгосрочный тренд роста, обеспечить эффективное функционирование финансового рынка и снизить искаженность ценообразования на национальные активы.

Работа предназначена для работников Банка России, Министерства финансов РФ и Федерального казначейства РФ, а также научных работников, аспирантов и студентов высших учебных заведений.

Ключевые слова: казначейство, коммерческие банки, макрофинансовая стабильность, макроэкономическая политика, монетарная политика, управление денежными потоками, финансы общественного сектора, фискально-бюджетная политика, центральный банк.

© Институт экономики РАН, 2014
© Андрюшин С.А., Кузнецова В.В., 2014

Оглавление

Раздел I. Вопросы теории	4
1.1. Финансовая политика и новые реалии	4
1.2. Финансы общественного сектора: общее и особенное	6
1.3. Критерии эффективности управления денежными потоками общественного сектора: мировая практика	8
1.4. Основные проблемы процесса управления денежными потоками общественного сектора	11
1.5. Координация денежных потоков между органами финансового управления и их агентами	14
Раздел II. Вопросы российской практики	18
2.1. Российская практика управления денежными потоками общественного сектора	18
2.2. Денежно-кредитная политика Банка России в 2010-2014 гг.: общее и особенное	20
2.3. Таргетирование инфляции: новые аспекты	24
2.4. Политика обменного валютного курса	26
2.5. Процентная политика	27
2.6. Финансовая стабильность	29
Заключение	31
Литература	32

Раздел I. Вопросы теории

1.1. Финансовая политика и новые реалии

Недавний финансовый кризис стимулировал разнообразные международные теоретические и эмпирические исследования, прежде всего в финансовой сфере. Их результатом стали рекомендации национальным правительствам по оптимальному сочетанию макрофинансовой и макроэкономической политик. Результатом сочетания политик должны стать стабилизация долгосрочного экономического роста, эффективное функционирование финансового рынка и адекватное ценообразование на национальные активы.

Уроки кризиса заставили мировое сообщество начать поиск новых моделей институциональной организации взаимодействия органов государственного регулирования, которые позволяли бы сглаживать (а лучше предотвращать) амплитуду циклических колебаний делового и финансового циклов. Результатом таких поисков стало то, что полномочия (мандаты) многих центральных банков (ЦБ) были значительно расширены.

В приоритеты деятельности ЦБ были внесены важные изменения: наряду с целью поддержания традиционной ценовой стабильности на них была возложена обязанность поддержания финансовой стабильности национальной экономики в целом. Это, во-первых, потребовало концентрации в ЦБ полномочий по регулированию деятельности всех финансовых посредников (мегарегулирование), включая финансовое посредничество в операциях со средствами общественного сектора.

Во-вторых, в период финансового кризиса ЦБ многих стран значительно расширили инструментарий монетарной политики за счет активного применения так называемых «нетрадиционных мер»¹. Однако сочетание традиционных и нетрадиционных мер не в полной мере подходит для исполнения двойного мандата сегодняшних ЦБ. Если традиционные меры за последние десятилетия были настроены на поддержание ценовой стабильности, то нетрадиционные в большей степени ориентированы на восполнение дефицита ликвидности в финансовой системе, т.е. преодоление острых и внезапных стрессов.

В-третьих, проведение нетрадиционных мер потребовало тесного сотрудничества ЦБ с парламентами и правительствами (главным образом министерствами финансов и казначействами), в том числе для пополнения ресурсной базы самих ЦБ за счет бюджетных средств. В результате были

¹ Ishi K., Stone M., Yehoue E.B. (2009). Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies // IMF working papers, 2009, N 226; Kozicki S., Santor E., Suchanek L. (2011). Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases // Bank of Canada review, 2011, spring, P.13-25; Stone M., Fujita K., Ishi K. (2011). Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Papers, 2011, № 145.

трансформированы взаимосвязи между финансами общественного и частного секторов.

В период кризиса фундаментальная роль нынешних ЦБ как кредитора последней инстанции (сформулированной в 1873 г. У.Бейджхотом²) была кардинально изменена, став, по мнению ряда специалистов, излишне экстраординарной³. Если вопросы, касающиеся оптимального инструментария ЦБ в целях поддержания финансовой стабильности, остаются пока предметом активных исследований и оживленных дискуссий, то по проблемам желательного взаимодействия и разделения полномочий между ЦБ и министерством финансов (казначейством) в последнее время достигнут определенный консенсус.

После острой фазы глобального финансового кризиса экономики ряда стран вступили в фазу «восстановления без кредитования»⁴. После неудачных попыток ЦБ стимулировать экономический рост посредством традиционных и нетрадиционных мер, эксперты заговорили об опасностях возникновения ликвидной ловушки и особой рецессии, следующей после глубокого финансового кризиса, – «рецессии балансовых счетов». Впервые в научный оборот данный термин ввел в 2003 г. Р.Коо, который его использовал для описания экономического спада, обусловленного стремлением нефинансового сектора снизить свое чрезмерное долговое бремя⁵. В настоящее время указанный термин трактуется несколько шире. Под рецессией балансовых счетов понимается ситуация подавленного экономического роста, которая побуждает финансовые и нефинансовые институты гасить свое долговое бремя за счет активного использования (управления) денежных средств общественного сектора.

В настоящее время для многих развитых стран и стран с формирующимися рынками приоритетной задачей стало совершенствование управления денежными средствами общественного сектора. Помимо перераспределения полномочий между органами государственного управления значительные изменения вносятся и в механизмы операционного финансового менеджмента (казначейством и ЦБ) и их агентами (коммерческими банками и государственными финансовыми институтами)⁶.

² Vagehot W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London, 1873. Существует русский перевод данного издания – см.: Бейджгот В. *Ломбардстрит. Критическое исследование об организации и деятельности английского денежного рынка* /Пер. с англ. – СПб., 1902.

³ Андрушин С., Кузнецова В. (2010). Центральный банк как кредитор последней инстанции: новые вопросы теории денежно-кредитной политики // *Вопросы экономики*, 2010, № 12, С. 70-81; Davis E. P. (2008). *Liquidity, Financial Crises, and the Lender of Last Resort—How Much of a Departure Is the Sub-Prime Crisis?* // Paper presented at the Reserve Bank of Australia 2008 Conference on Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008, 2008, July 14-15; Rochet J.-C. (2008). *Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation*. – Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2008.

⁴ Abiad A., Dell'Ariccia G., Li Bin. (2011). *Creditless Recoveries* // IMF working paper, Wash., 2011, N 58; Bell V., Young G. (2010). *Understanding the weakness of bank lending* // *Quarterly Bulletin*, L., 2010, № 4, P. 311-320.

⁵ Borio C. (2014). *Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?* // *BIS Working Papers*, 2014, № 440, P. 12.

⁶ В данном докладе не рассматривается проблема управления всеми финансовыми активами (запасом) страны в целом. Речь в основном затрагивает взаимосвязи между бюджетами центрального правительства, ЦБ и их агентами.

Формирование таких механизмов – крайне сложная задача, поскольку указанные институты:

- управляют разными частями денежного баланса общественного сектора;
- их деятельность направлена на решение разных задач;
- у них разные предпочтения относительно допустимых уровней принимаемых рисков (фискальных, монетарных и кредитных);
- их возможности покрытия убытков, связанные с реализацией принимаемых рисков и проводимой политикой, различны⁷.

Поэтому для обеспечения устойчивости национальной финансовой системы в целом и поступательного развития национальной экономики деятельность органов финансового менеджмента и их агентов требует прозрачности, открытости и координации их финансовых операций при управлении денежными потоками.

В докладе рассматриваются отдельные макроэкономические аспекты финансовой политики, связанные с формированием и перераспределением денежных потоков общественного сектора, осуществляемые ЦБ, казначейством и системой финансовых посредников в современных условиях. Меры финансовой политики государства должны быть нацелены, с одной стороны, на защиту денежных средств общественного сектора от рисков, исходящих от финансового посредничества, а с другой стороны, на снижение рисков, вызываемых асимметрией циклических колебаний делового и финансового циклов, усиливающей краткосрочную волатильность на рынке денег в национальной финансовой системе.

1.2. Финансы общественного сектора: общее и особенное

После финансовых и банковских кризисов конца 1990-х годов казначейства и ЦБ многих стран приложили значительные усилия для развития национальных финансовых рынков, особенно рынка денег. Гибко функционирующий рынок денег позволяет ЦБ проводить монетарную политику, воздействуя на реальный сектор главным образом посредством рыночных инструментов (включая сделки РЕПО). Казначейству гибкий и эффективный рынок денег позволяет более активно управлять бюджетными денежными потоками.

Рынок денег также стимулирует развитие более емких и эффективных рынков долговых ценных бумаг, снижая рисковую премию по ликвидности и позволяя инвесторам держать более крупные портфели долгосрочных государственных долговых инструментов, включая обязательства институтов

⁷ Pessoa M., Williams M. (2012). Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank // Technical notes and manuals, Fiscal Affairs Department, International monetary fund, 2012, Nov., № 2, P.2.

общественного сектора. Хорошо развитый рынок денег к тому же способствует развитию частных эмиссий депозитных сертификатов, банковских нот и коммерческих векселей. Это, в свою очередь, позволяет банковскому сектору быстрее наращивать активные операции и снижать риски, связанные с разрывами в срочности между активными и пассивными операциями валюты баланса. Эффективно функционирующие рынки денег способствуют развитию рынков долгосрочных корпоративных облигаций (в том числе банковских) и улучшению функционирования внебиржевого рынка.

В большинстве стран *основная функция казначейства* – платежный орган правительства. Казначейство либо централизованно управляет всеми платежами правительства на основе единого счета казначейства (ЕСК), на котором аккумулируются все кассовые балансы правительства, включая так называемые собственные доходы органов исполнительной власти, либо оно это делает децентрализованно, разрешая органам исполнительной власти осуществлять определенные платежи, связанные с расходами бюджетополучателей. И если система платежей правительства по доходам и расходам децентрализована, то для снижения системного риска предпочтительно, чтобы все банковские счета бюджетополучателей были связаны с ЕСК. При этом необходимо, чтобы на конец операционного дня текущие счета бюджетополучателей имели нулевой баланс овернайт, и все кассовые остатки могли быть переведены на ЕСК.

В отличие от казначейства *функции ЦБ* при управлении денежными потоками общественного сектора значительно шире, как минимум, они предполагают: а) предложение национальной ликвидности («денег ЦБ»); б) управление монетарными рисками на национальном финансовом рынке; в) размещение обязательств министерства финансов и/или казначейства, эмиссию собственных долговых обязательств и операционное (агентское) управление государственным долгом. При выполнении своих функций ЦБ должен учитывать направления и объемы денежных потоков основных финансовых органов общественного сектора.

Счета главных администраторов бюджетных средств могут быть полностью или частично сосредоточены не в ЦБ, а в государственных (политических) и/или коммерческих банках. Подобная практика преобладает, к примеру, в странах Латинской Америки. В ряде случаев такие уполномоченные банки формируют пулы средств, размещаемые в конце операционного дня на ЕСК. Это помогает защищать финансы ЦБ от внезапного (или масштабного) оттока денежных средств с ЕСК правительства. На практике эффект дневных колебаний остатков средств на ЕСК может быть нивелирован посредством операций ЦБ либо на межбанковском кредитном рынке, либо через операции ЦБ с государственным банком-посредником. Взаимное переплетение денежных операций правительства и ЦБ в целях обобщенного анализа может быть представлено в виде агрегированного схематичного финансового баланса (см. таблицу 1).

Таблица 1

Консолидированный финансовый баланс общественного сектора

А		В	
Центральное правительство		Центральный банк	
активы	пассивы и чистая стоимость	активы	пассивы и чистая стоимость
1. депозиты в ЦБ 2. другие финансовые активы 3. запас капитала 4. совокупные активы	5. совокупный долг Чистая стоимость = (4 – 5)	1. инвалютные активы 2. государственные облигации 3. требования к другим секторам 4. совокупные активы	5. национальные деньги в обращении 6. банковские резервы 7. депозиты правительства 8. облигации ЦБ 9. прочие пассивы 10. капитал 11. совокупные пассивы Чистая стоимость = (4 – 11)
С			
активы		пассивы	
1. Инвалютные активы (В1) 2. Финансовые активы (А2 + В3) 3. Запас капитала (А3) 4. Совокупные активы (С1 + С2 + С3)		5. Наличные в обращении (В5) 6. Чистые банковские резервы (В6 – В7) 7. Государственные облигации (А5 + В8 – В2) 8. Прочие пассивы (В9) 9. Совокупные пассивы (С5+С6+С7+С8) <i>Консолидированная чистая стоимость</i> = С5 + С6 + С7 + С8	

Источник: Stone M., Fujita K., Ishi K. (2011). Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Papers, 2011, № 145, P. 59-60.

1.3. Основные проблемы процесса управления денежными потоками

Денежные потоки общественного сектора часто выступают основным фактором краткосрочной волатильности на рынке денег и банковской ликвидности. Это осложняет управление денежными средствами для основных операционных менеджеров финансами общественного сектора. В случае если с ЕСК на счета бюджетополучателей в коммерческих банках перечисляются значительные ассигнования или казначейство размещает на депозитах коммерческих банков временно свободные бюджетные средства, то ЦБ сталкивается с ситуацией избытка ликвидности на межбанковском рынке. В ситуации, когда ЦБ проводит курс на сдерживание темпов инфляции (или следует режиму таргетирования инфляции), то ему необходимо часть временно избыточной банковской ликвидности

стерилизовать. При этом затраты ЦБ на вывод избыточной ликвидности из банковской системы (например, процентные расходы при проведении дополнительных депозитных аукционов или размещение собственных обязательств) могут быть весьма значительными. Особенно затратными становятся стерилизационные операции, если ЦБ не располагает достаточными собственными средствами (или востребованным на рынке обеспечением – портфелем государственных ценных бумаг соответствующей срочности) для вывода избыточной ликвидности через операции РЕПО. Поэтому для абсорбации избыточной ликвидности банковской системы ряд ЦБ азиатских стран-экспортеров эмитирует собственные долговые обязательства и/или дискретно регулирует нормы обязательного резервирования⁸.

Цели ЦБ, которые он преследует при управлении денежными средствами общественного сектора и краткосрочным долгом правительства, могут противоречить целям публично объявленной монетарной политики. Наиболее часто ЦБ сталкивается с подобным конфликтом целей при проведении процентной политики. Например, для сдерживания роста цен на активы и/или ограничения кредитной экспансии коммерческих банков, угрожающей финансовой стабильности, ЦБ нужно повысить политическую (ключевую) процентную ставку. Однако данная мера будет противоречить задаче снижения процентных расходов бюджета и интересам правительства, настаивающего на снижении процентных ставок по выдаваемым бюджетополучателям кредитам. Если же ЦБ финансирует бюджет, кредитуя его краткосрочные кассовые разрывы, например, через нестерилизованные операции на открытом рынке, то это стимулирует приращение денежной базы, способное ускорить темпы инфляции, т.е. финансирование кассового разрыва бюджета будет противоречить целям монетарной политики по стабилизации финансового рынка и национальной валюты. Указанные противоречия и конфликты целей ЦБ и казначейства часто на практике приводят к непоследовательности операционных мер ЦБ, что, в конечном счете, подрывает доверие общества к монетарной политике.

Для пополнения доходной базы бюджета или преодоления дефицита ликвидности в банковской системе казначейства часто размещают временно свободные бюджетные средства на депозитных счетах в ЦБ и/или коммерческих банках. Даже если ставка процента по таким срочным депозитам установлена на уровне средне рыночной, это может индуцировать кредитную экспансию, формирование пузырей цен на активы и усиливать системный риск в национальной экономике. В результате ЦБ, выполняя поручения казначейства, сталкивается с усилением системного риска и

⁸ Borensztein E., Loungani P. (2011). Asian Financial Integration: Trends and Interruptions // IMF working paper, 2011, N 4; Choi Woon Gyu, Lee Hounq Il. (2010). Monetary Transmission of Global Imbalances in Asian Countries // IMF working paper, Wash., 2010, N 214; Mihaljek D. (2011). How have external factors affected monetary policy in the EMEs?// BIS Papers, Basel, 2011, No 57, P.1-8.

вынужден изыскивать способы его ограничения, вводя, например, лимиты на кредиты определенным секторам экономики или типам заемщиков.

Если же ставка процента по срочным депозитам казначейства (бюджетополучателей) ниже среднерыночной, то для коммерческих банков такие депозиты, по сути, являются косвенной субсидией правительства, позволяющей им смягчать требования к потенциальным заемщикам и/или предлагаемым ими обеспечениям. В результате банки-победители депозитных аукционов начинают проводить более мягкую кредитную политику, снижая стандарты кредитования и принимая повышенные риски. Такое поведение банков для ЦБ будет симптомом усиления системного риска, угрожающего финансовой стабильности в национальной экономике.

В случае даже частичной реализации отдельных проявлений системного риска бюджет, как минимум, может столкнуться с рядом проблем, вызванных с:

- непрогнозируемыми убытками;
- необходимостью изыскивать чрезвычайные средства для рефинансирования системно важных финансовых институтов;
- ростом незапланированных социальных расходов (социальных трансфертов для выплаты пособий безработным и членам их семей);
- ущемлением интересов налогоплательщиков;
- резким снижением капитализации важных для экономики государственных предприятий, что может вести к их временной неплатежеспособности;
- ростом числа убыточных регионов.

Если же в случае неожиданного, например, внешнего, стресса (например, обусловленного неожиданным падением мировых цен на основные экспортные товары) правительству будет необходимо быстро изъять свои средства со срочных депозитных счетов в коммерческих банках, то это неизбежно вызовет резкое сжатие рынков денег, банковской ликвидности, и соответствующий рост краткосрочных процентных ставок. В худшем случае это может привести к прекращению кредитования банками реального сектора экономики и росту числа вынужденных банкротств. В этом случае ЦБ будет вынужден оперативно переходить к реализации мер монетарной экспансии посредством нетрадиционных инструментов (например, проводя беззалоговые кредитные аукционы). Тем самым ЦБ, спасая национальный финансовый рынок от разрушения, будет вынужден временно отказаться от поддержания ценовой стабильности. К тому же, в этом случае ЦБ будет брать на себя не только дополнительные кредитные риски и часть убытков общественного и частного секторов.

По мере увеличения числа сделок на рынке денег и его углубления усиливается риск противоречий между операциями ЦБ и казначейства. Особенно отчетливо он проявляется, когда одни и те же группы участников занимают доминирующие позиции на организованном рынке ценных бумаг, заключая сделки с обязательствами ЦБ и министерства финансов. На

практике операционные менеджеры кассой бюджетных средств (кассы региональных бюджетов и кассы бюджетов казенных организаций), практикующие наиболее активные стратегии финансового менеджмента, создают собственные фронт-офисы, которые осуществляют прямое управление эмиссией обязательств центрального правительства, проводят аукционы, устанавливают и развивают активные связи с рыночными операторами. Их методы могут разительно отличаться от практики ЦБ. В таких условиях участники организованного рынка ценных бумаг могут не совсем ясно представлять, какой орган управления денежными потоками общественного сектора несет за них ответственность, в каком объеме и какие цели он при этом преследует.

В результате обострения конкуренции между ЦБ и казначейством может формироваться искажающее ценообразование, чреватое дополнительными издержками и для ЦБ, и для казначейства, например, на обязательства ЦБ и министерства финансов. Разные цены на обязательства ЦБ и широкого правительства могут вести к искажению ценообразования на обязательства частного сектора в силу того, что доходность вложений в обязательства ЦБ и правительства будет серьезно различаться. Во избежание возможных негативных последствий, которые могут возникнуть в процессе управления денежными потоками общественного сектора, необходимо однозначно понимаемое институциональное разделение полномочий и обязанностей между казначейством и ЦБ. Мировой опыт свидетельствует, что такое разделение полномочий и обязанностей между органами финансового менеджмента просто необходимо, поскольку часто на практике при принятии операционных решений финансовые менеджеры текущим денежным потоком бюджета редко согласовывают их с ЦБ. А это, соответственно, снижает результативность и монетарной, и фискальной политик. Чтобы предотвратить подобное развитие событий, МВФ обнародовал рекомендации по эффективной организации взаимоотношений между ЦБ и казначейством⁹.

1.4. Критерии эффективности управления денежными потоками общественного сектора

Современные функции казначейства и, в частности, применение современных методов управления ликвидностью правительства, оказывают непосредственное влияние на эффективность как монетарной политики ЦБ, так и на взаимосвязи между казначейством и коммерческими банками. Казначейство, улучшая качество кассового планирования, может, с одной

⁹ Pessoa M., Williams M. (2012). Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank // Technical notes and manuals, Fiscal Affairs Department, International monetary fund, 2012, Nov., № 2.

стороны, минимизировать остатки средств на ЕСК, а с другой, – получать дополнительные доходы, размещая временно свободные средства бюджета на срочных банковских депозитах. В результате казначейство перестает оказывать значительное (как положительное, так и негативное) влияние на макроэкономические монетарные показатели, контролируемые ЦБ (например, уровень национальной ликвидности, темпы инфляции и/или текущий обменный курс). Все это становится исключительно полномочиями ЦБ.

По мере совершенствования методов управления кассой денежных средств (ликвидностью правительства), взаимосвязи между менеджерами казначейства и коммерческих банков могут обретать новые формы. Например, банки могут стать основными покупателями обязательств правительства. Если же операционные менеджеры кассой правительства в процессе управления начнут использовать РЕПО или инструменты рынка денег, то возможно установление прямых договорных отношений между казначейством и коммерческими банками (или иными контрапартнерами). В этом случае ЦБ перестанет выполнять квазифискальные функции, нести соответствующие издержки и сможет сосредоточить свою деятельность на достижение целей монетарной политики.

Как показывает эмпирический опыт ряда стран, подобные договорные отношения между казначейством и коммерческими банками могут опираться на рыночные стандарты типа соглашения Global Master Repurchase Agreement, разработанные совместно Ассоциацией участников рынка ценных бумаг и финансовых рынков и Ассоциацией международных рынков капитала.

В то же время перевод взаимоотношений ЦБ и казначейства на рыночные основы может быть затруднен в силу:

- а) законодательных или институциональных ограничений;
- б) относительной слабости балансовых счетов ЦБ (например, в силу крайне больших операционных расходов или накопления на счетах ЦБ нерыночных активов);
- в) чрезмерно расширительной фискальной политики и/или резкого незапланированного сокращения поступлений налоговых доходов на ЕКС;
- г) достижения предельно допустимого уровня долга общественного сектора¹⁰;
- д) политического давления на ЦБ, например, требований смягчить монетарную политику при заметном замедлении темпов экономического роста (например, требования понизить базовую процентную ставку или существенно расширить доступ финансовых посредников к программам рефинансирования ЦБ).

В условиях глобального финансового кризиса казначейства во многих странах несли ответственность за финансовый потенциал ЦБ и уровень

¹⁰ При кооперативной модели межбюджетных отношений суверенный долг включает долг центрального правительства, задолженность субъектов юрисдикции, а в ряде случаев и обязательства казенных и квази казенных предприятий.

ликвидности банковского сектора¹¹. Тесная кооперация казначейств и ЦБ в ходе антикризисного управления (2007–2009), а также в последующий период неуверенного восстановления в реальном секторе экономики (так называемый период «восстановления без кредитования»), выявила потребность в разработке совместной политики казначейства (и/или правительства) и ЦБ, нацеленной либо на рекапитализацию ЦБ, либо на компенсацию потерь, которые он несет при проведении монетарной политики, управлении официальными резервами, хранении портфеля государственных ценных бумаг и пр.¹². Наличие у ЦБ достаточного объема собственных ресурсов необходимо, чтобы он мог оперативно реагировать на внезапную реализацию факторов системного риска, включая трансграничные операции, и при этом не попадал в зависимость от решений парламентариев или правительства. Наличие у ЦБ достаточного объема собственных средств также необходимо ЦБ для поддержания доверия общества к проводимой им монетарной политике¹³.

Как свидетельствует эмпирический опыт ряда стран, предпочтительно институционально четкое и ясное разделение полномочий и инструментария между ЦБ и казначейством (и/или министерством финансов). За ЦБ может быть, например, закреплена мандат оперативного управления государственным долгом и консолидированной кассой правительства, а за казначейством – функции подкрепления финансового потенциала ЦБ за счет бюджетных средств, эмиссии долгосрочных обязательств правительства. В ряде стран для поддержания определенного (установленного в нормативных документах) уровня финансовых ресурсов ЦБ применяются специальные схемы распределения балансовой прибыли ЦБ¹⁴.

Развитие банковского сектора (национального финансового рынка) – одна из приоритетных целей деятельности ЦБ. Но в условиях, когда деятельность финансовых посредников перестает соответствовать международным требованиям и падает их конкурентоспособность, то у ЦБ должна быть оперативная возможность быстро использовать финансовые и

¹¹ Acosta-Ormaechea S., Morozumi A. (2013). Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure? // IMF Working Paper, 2013, № 162; Ball L., Furceri D., Leigh D., Loungani P. (2013). The Distributional Effects of Fiscal Consolidation // IMF Working Paper, 2013, № 151; Chadha J. S., Turner Ph., Zampolli F. (2013). The interest rate effects of government debt maturity // BIS Working Papers, 2013, № 415.

¹² В ряде стран порядок определенного восстановления был еще в докризисный период закреплена либо в национальном законодательстве, либо в институциональных соглашениях между министерством финансов и ЦБ.

¹³ Андрушин С.А., Кузнецова В.В. Капитал центрального банка и финансы общественного сектора // Вестник Института экономики РАН, 2013, № 4. – С. 102-110.

¹⁴ Банк Англии перечисляет в бюджет 100% прибыли Эмиссионного департамента и 50% прибыли Банковского департамента; Центральный банк Ирландии и Riksbank – 80%, Банк Японии – 90%, а Банк России – 75 % прибыли. Соглашения о распределении прибыли ЦБ в пользу бюджета иногда (в редких случаях) могут меняться в зависимости от целевых показателей (к примеру, собственного капитала ЦБ и его компонентов), отражающих финансовую силу ЦБ. Например, Центральный банк Чили может направлять всю полученную балансовую прибыль на восстановление своего базового капитала до обязательного уровня (с учетом темпа инфляции). Но не у всех ЦБ есть такая возможность. В большинстве случаев доступные для ЦБ отчисления из балансовой прибыли на цели восстановления целевого уровня капитала или резервов ограничены определенной, заранее фиксированной долей, например, в 20%.

административные ресурсы казначейства для восстановления ситуации в банковском секторе (национальной финансовой системе). Подобные направления взаимодействия между ЦБ и казначейством обычно закрепляются либо в национальном законодательстве, либо в меморандуме о взаимопонимании между данными органами, либо в схемах распределения балансовой прибыли ЦБ.

Как показывает практика ряда стран, в меморандуме о взаимопонимании, фиксируются положения, определяющие:

- модели кредитных и депозитных аукционов и/или время их проведения;

- функции ЦБ как фискального или расчетно-платежного агента и детали компенсации его соответствующих расходов;

- порядок и периодичность обмена данными между ЦБ и казначейством (например, об объеме денежного потока бюджета или операций по ЕСК);

- порядок выполнения ЦБ функции банкира правительства, включая мониторинг движения средств по ЕСК в течение операционного дня, пределы овердрафта, правила обнуления бюджетных счетов в конце операционного дня;

- тарифы расчетно-кассового обслуживания движения средств по бюджетным счетам, включая соглашение о компенсациях за любое отклонение от определенного уровня услуг;

- порядок расчета процентных доходов, уплачиваемых ЦБ казначейству по счетам правительства, включая определение процентной ставки и механизм ее изменения;

- оценку текущих уровней рисков, включая валютный, и порядок компенсации потерь, связанных с их реализацией.

1.5. Координация денежных потоков между органами финансового управления и их агентами

Медленное восстановление мировой экономики после глобального финансового кризиса напомнило экспертам и практикам об особом типе восстановлений, следующем после кризиса, вызванного чрезмерным леведреджем хозяйствующих субъектов, – рецессии балансовых счетов. Продолжительный период стагнации и/или подавленной экономической активности дорого обходится обществу и экономике в целом. Подобные посткризисные восстановления происходят после краха финансового бума, вызванного резким ростом заимствований, низкими процентными ставками, принятием необоснованно больших кредитных рисков и ростом цен на финансовые и реальные активы.

Рецессия балансовых счетов сопровождается значительными потерями в выпуске и резким ростом задолженности общественного сектора.

Отличительная особенность данного типа рецессии заключается в том, что традиционные меры стимулирования экономической активности (посредством кредитной и бюджетной экспансии) не оказывают заметного воздействия на реальный сектор. Более того, дополнительные инъекции ликвидности в экономику, низкие процентные ставки и дополнительные фискальные стимулы ведут не столько к расширению кредитования реального сектора экономики, сколько к росту цен на определенные типы активов, обесценению национальной валюты и оттоку капиталов из страны. Опыт прошлых рецессий балансовых счетов показывает, что возврат экономики на долгосрочный тренд роста возможен только после очистки балансовых счетов финансового и нефинансового секторов от чрезмерной задолженности и низкого качества активов (кредитов). Но для этого в современных условиях требуется, в том числе, активное перераспределение операционных ролей, связанных с управлением денежными потоками общественного сектора.

Управление денежным балансом общественного сектора предполагает координацию макроэкономических и операционных полномочий и мероприятий между министерством финансов, казначейством, ЦБ и их агентами. Для поддержания макроэкономической стабильности необходимо, чтобы не только направления и характер фискальной и монетарной политик совпадали, но и операционные решения не противоречили друг другу. Что касается операционной деятельности, то ЦБ и казначейство должны, как минимум, согласовывать условия функционирования ЕСК, графики и условия эмиссии обязательств правительства и долговых инструментов ЦБ.

Взаимосвязи между ЦБ и казначейством должны однозначно определять их взаимодействия на разных уровнях, обеспечивая решение, по меньшей мере, следующих проблем:

- 1) обеспечения единства макроэкономической, фискальной и монетарной политик, с тем, чтобы это, с одной стороны, не ограничивало операционную независимость ЦБ, а с другой, – оставляло достаточно пространства для проведения гибкой фискальной и долговой политик, не ухудшая конкурентоспособность национальных хозяйствующих субъектов. Институциональным решением данной проблемы в ряде стран стало введение в состав комитета (совета) по монетарной политике министра финансов в качестве наблюдателя с правом голоса. Но, как показывает эмпирический опыт, в этом случае министр финансов (или глава казначейства) не должен играть решающую роль при принятии решений по монетарной политике, остающейся прерогативой ЦБ. Подобные соглашения уже действуют в ряде стран. Например, в Великобритании представитель казначейства наделен полномочиями наблюдателя в Комитете монетарной политики Банка Англии. Но представитель казначейства не имеет права голоса при принятии решения об уровне политической процентной ставки. Это позволяет ЦБ устанавливать процентные ставки, направленные на

достижение стратегических целей Банка Англии, а казначейству – сосредоточиться на реализации эффективной фискальной политики;

2) оптимальной организации ежедневных операционных взаимодействий между казначейством, ЦБ и их агентами. Данный уровень институционального взаимодействия между ними может регулироваться через особые протоколы или меморандумы о взаимопонимании. В подобных документах однозначно устанавливается порядок консультаций между ЦБ, казначейством и их агентами по вопросам:

- прогноза будущей динамики рынка денег (распределение полномочий по оценке, мониторингу и временному горизонту анализа, что определяет частоту встреч представителей финансовых ведомств);

- стратегии развития национального финансового рынка, прежде всего, сегмента государственных ценных бумаг;

- управления госдолгом, профицитом (дефицитом) бюджета и кассой правительства на предстоящий период;

- операций по управлению денежными потоками бюджета, оказывающими непосредственное воздействие на уровень ликвидности банковского сектора;

- политики и операций по размещению долговых обязательств (облигаций, нот, векселей, сертификатов и др.), для учета, с одной стороны, спроса на такие инструменты участников долгового рынка, а с другой, потребностей в углублении национального финансового рынка и формирования кривой доходности;

- состава первичных дилеров или аукционных контрапартнеров;

- выплаты процентов по счетам правительства в ЦБ и коммерческих банках, а также определенным условиям размещения денежных средств на этих счетах (с фиксацией срочности, сегмента рынка и других условий);

- механизма коммуникаций с обществом по графику аукционов (размещения долговых обязательств или размещению временно свободных средств бюджета) или тендеров;

- установления лимитов (сумм, срочности, возможности пролонгации и т.п.) заимствований казначейства у ЦБ и/или коммерческих банков.

3) для повышения эффективности функционирования рынка денег, торговые сессии (тендеры) по операциям ЦБ и казначейства должны проводиться в разное время суток. Это нужно, чтобы участники рынка были уверены, что операции казначейства не противоречат операциям ЦБ на открытом рынке. Иными словами, казначейство не вводит в банковский сектор дополнительные денежные средства (в виде бюджетных ассигнований) в то время, когда ЦБ пытается изъять с точки зрения операционных целей монетарной политики избыточную банковскую ликвидность с денежного рынка. Это, например, нужно для а) поддержания целевого (таргетируемого) уровня процентных ставок¹⁵; б) формирования

¹⁵Например, Департамент управления государственным долгом Великобритании договорился с Банком Англии, что он не будет проводить тендеры казначейских векселей в то время, когда Банк Англии проводит

доверия хозяйствующих субъектов к политике ЦБ; в) эффективного воздействия монетарных и фискальных инструментов на макроэкономические переменные.

4) эффективный рынок денег предполагает, что ЦБ и казначейство согласуют между собой, какое вознаграждение ЦБ уплачивает на остатки средств по ЕСК и депозитам правительства в ЦБ. В более развитых странах ЦБ уплачивают проценты по привлеченным средствам чаще, чем в странах с формирующимися рынками. Как показывает эмпирический опыт развитых стран, если ЦБ выплачивает казначейству проценты по остаткам средств на его счетах, то это позволяет:

- а) улучшать открытость монетарной и фискальной политики;
- б) поддерживать ликвидность на достаточном уровне с точки зрения принятых монетарных, фискальных и кредитных рисков;
- в) ликвидировать перекрестное субсидирование, порождаемое административным установлением политических процентных ставок;
- г) устранять стимулы принятия экономически неоправданных решений (принятии чрезмерных рисков) о размещении средств казначейства на счетах в коммерческих банках с относительно низким национальным кредитным рейтингом, формально невысокой долей неработающих активов (плохих долгов), но проводящим слишком рисковую с точки зрения ЦБ бизнес-стратегию.

Казначейство в свою очередь также предоставляет услуги ЦБ, особенно, связанные с прогнозированием динамики, направлений и объемов денежных потоков бюджетных средств.

Подобные институциональные соглашения способствуют большей эффективности национального финансового рынка и снижают вероятность искажающего ценообразования на национальные активы.

свои операции на рынке денег. Аналогично, он не будет участвовать в кредитных сделках (по срочности), чтобы не конкурировать с операциями Банка Англии по структурированным сделкам РЕПО. Или другой пример: двум институтам впредь нужно будет согласовывать свои действия в период значительных по объему налоговых платежей, так как последние могут опустошить межбанковский рынок в случае передачи средств на ЕСК. Поэтому казначейство и ЦБ должны договариваться, какими порциями в течение операционного дня осуществлять платежи с ЕСК, чтобы позволить банкам избежать снижения рисков ликвидности.

Раздел II. Вопросы российской практики

2.1. Российская практика управления денежными потоками общественного сектора

Реформы управления денежными потоками общественного сектора, осуществляемые Федеральным казначейством, как подразделением Министерства финансов РФ, и Банком России, последних лет охватывали несколько направлений, включая порядок проведения операций с денежными средствами по ЕСК; ведение и учет операций с денежными средствами, поступившими во временное распоряжение коммерческих банков. Но реализованные меры не смогли полностью гарантировать защиту бюджетных средств от фискальных, монетарных и кредитных рисков в процессе финансового посредничества.

Управление средствами федерального бюджета, порядок функционирования ЕСК, включает ежедневное автоматизированное перечисление территориальными учреждениями Банка России неиспользованных остатков денежных средств со счетов управлений Федерального казначейства по субъектам РФ (далее – УФК) на ЕСК. Данное правило распространяется также на временно свободные остатки средств, полученные федеральными бюджетными организациями от приносящей доход деятельности, и средства, поступающие в их временное распоряжение со счетов территориальных органов Федерального казначейства.

Наличие ЕСК позволило облегчить для казначейства мониторинг динамики временно свободных денежных средств сверх обязательного ежедневного остатка средств на этом счете, необходимого для оплаты объема денежных обязательств главных распорядителей и получателей бюджетных средств. В 2012 г. общая сумма перечисленных средств с вышеуказанных счетов на ЕСК составила 1 947,9 млрд руб., в т.ч. 398,1 млрд руб. – обязательный ежедневный бесплатный остаток средств на ЕСК и 1 616,8 млрд руб. – общий объем средств федерального бюджета на счетах организаций, находящихся в федеральной собственности¹⁶.

В процессе исполнения федерального бюджета было выявлено, что денежные средства, находившиеся в течение 2012 г. на ЕСК сверх обязательного ежедневного остатка средств на этом счете, значительно превышали уровень, необходимый для оплаты объема предъявлявшихся денежных обязательств. Поэтому Федеральное казначейство совместно с Министерством финансов РФ и Банком России проводили размещение средств федерального бюджета на банковские депозиты в коммерческих банках в соответствии с постановлением Правительства РФ от 29 марта 2008 г. № 227 «О порядке размещения средств федерального бюджета на

¹⁶ Федеральное казначейство. О результатах работы Федерального казначейства в 2012 году и основных задачах на 2013 год. – М., 2013, С. 26-27.

банковские депозиты». Но, начиная с 1 июня 2012 г., стали действовать новые Правила размещения средств федерального бюджета на банковских депозитах, утвержденные постановлением Правительства РФ от 24 декабря 2011 г. № 1121. Между Федеральным казначейством и кредитными организациями были заключены генеральные соглашения, в результате применения которых объем временно свободных бюджетных средств, размещенных на банковских депозитах, вырос почти в пять раз, с 554, 8 млрд. руб. на 1 июня 2012 г. до 2 529,92 млрд. руб. на 1 января 2013 г.¹⁷.

Это позволило, по мнению Казначейства РФ, снизить риск дефицита ликвидности в банковском секторе и сократить объемы спекулятивных сделок овернайт на межбанковском кредитном рынке. В 2012 г. на поддержание ликвидности банковской системы России из федерального бюджета было дополнительно направлено более 1 трлн. руб. Одновременно Федеральное казначейство совместно с Министерством финансов РФ и Банком России начали активную работу по разработке механизма по привлечению дополнительной ликвидности ЕСК в рамках договоров прямого РЕПО с кредитными организациями. Об этом свидетельствует рост объемов рефинансирования Банка России (на 1 октября 2012 г. в пассивах российских банков доля операций прямого РЕПО Банка России составляла более 5,0 %).

В 2012 г. Федеральное казначейство в рамках снижения дефицита ликвидности в банковском секторе продолжало операции управления средствами Резервного фонда (РзФ) и Фонда национального благосостояния (ФНБ). При этом средства этих фондов размещались в иностранную валюту (85%) и финансовые активы (в основном депозиты) Внешэкономбанка (ВЭБ). В 2013 г. статьей 24 ФЗ «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов» было предусмотрено, что Правительство РФ при ухудшении экономической конъюнктуры может определять предельные объемы и условия размещения ФНБ на депозиты во ВЭБ в целях реализации мер, направленных на повышение устойчивости экономического развития РФ.

Федеральное казначейство РФ, минимизируя остатки средств на ЕСК, получает слишком незначительные доходы от размещения временно свободных средств бюджета на срочных депозитах в коммерческих (как правило, политических) банках. В 2012 г. на основании договоров банковского депозита Федеральное казначейство разместило на банковских депозитах 2 028,28 млрд руб. средств федерального бюджета. Общая сумма доходов от этой деятельности в 2012 г. составила 22,52 млрд руб. или 1,11% годовых¹⁸. Кроме того, совокупные доходы в валюте РФ, полученные от размещения средств РзФ и ФНБ в ВЭБ в сумме 4 576,31 млрд руб., в 2012 г. составили 96,95 млрд руб. (2,11% годовых), в том числе 56,28 млрд руб. (или 1,43% годовых) на остатки по счетам РзФ в сумме 1 885,68 млрд руб. и на часть остатков по счетам ФНБ в сумме 2 026,66 млрд руб., размещенных в

¹⁷ Там же, С. 28.

¹⁸ Там же, С. 28-29.

Банке России, а также 40,97 млрд руб. (6,12%) на часть остатков по счетам ФНБ в сумме 663,97 млрд руб., размещенных в ВЭБ¹⁹.

Таким образом, общая сумма процентных выплат по остаткам бюджетных средств Федерального казначейства, размещенным на счетах Банка России и депозитных счетах коммерческих банков на сумму в 6 604,59 млрд руб. в 2012 г. составила 119,47 млрд руб., или 1,8%. В результате Федеральное казначейство в 2012 г. недополучило от использования бюджетных средств 385,78 млрд руб. (если исходить из 6-ти месячной среднерыночной ставки overnight в 7,65%, сложившейся на 30.11.2012 г.).

Проводимые в РФ изменения в практике взаимодействия Банка России и Федерального казначейства пока лишь частично учитывают лучшую международную практику и рекомендации наднациональных финансовых институтов. В частности, взаимоотношения между основными органами финансового менеджмента денежным потоком общественного сектора пока не предусматривают двустороннюю компенсацию операционных доходов и расходов, курсовых переоценок и возмещения убытков, что вносит существенные искажения в результаты денежно-кредитной и фискальной политик. Ниже рассмотрим эти искажения на примере денежно-кредитной политики Банка России за период 2010-2014 гг.

2.2. Денежно-кредитная политика Банка России в 2010-2014 гг.: общее и особенное

Антикризисные программы Банка России включали те же нетрадиционные меры денежно-кредитной политики (ДКП), которые применяло и большинство ЦБ стран с формирующимися рынками. К ним следует отнести в первую очередь программы рефинансирования под обеспечение нерыночными активами и рефинансирование без предоставления обеспечения. Формально на протяжении этого периода Банк России прежде всего пытался замедлить темпы инфляции.

На первом этапе (конец 2008-го – 2010 гг.) реализация антикризисных мер в условиях негативного экзогенного шока²⁰ помогла снизить влияние внешних проинфляционных факторов, но одновременно усилилось воздействие факторов, обусловленных использованием средств федерального бюджета с целью стимулирования кредитной активности российских банков. На втором этапе (конец 2010-го – весна 2012 г.), когда постепенно стал восстанавливаться внешний спрос на российский экспорт, воздействие внешних проинфляционных факторов возобновилось. В этот период Банк России, хотя и сократил масштабы инъекций дополнительной ликвидности,

¹⁹ Там же, С. 32.

²⁰ Ситуация, когда ЦБ не в состоянии снизить темпы инфляции с помощью обычных инструментов ДКП и для этого использует условия негативного экзогенного шока, в теории таргетирования инфляции получила название «оппортунистическое поведение» ЦБ.

не вносил принципиальных изменений в процентную политику. Наконец, на третьем этапе (с весны 2012 г. по н.в.) он возобновил программы рефинансирования под нерыночные активы, усилив расширительный характер ДКП за счет бюджетных и внебюджетных средств, пытаясь стимулировать краткосрочный совокупный спрос и кредитную активность российских банков.

На протяжении всего рассматриваемого периода ДКП Банка России носила расширительный характер, хотя степень монетарной экспансии периодически менялась. В целом ее отличали:

- относительная стабильность процентной политики, что находило отражение в незначительной изменчивости ставки рефинансирования;
- попытки выявить ключевую (базовую или политическую) процентную ставку (она была введена только осенью 2013 г.);
- стремление поддерживать относительно низкую волатильность валютного курса, хотя направления движения обменного курса и было подтверждено как политическим, так и конъюнктурным (рыночным) колебаниям;
- подчинение ДКП интересам фискально-бюджетной политики;
- ограниченная способность влиять на целевые индикаторы ДКП (прежде всего на ценовую стабильность как приоритетную цель) монетарными методами;
- использование главным образом количественных, а не ценовых или качественных инструментов ДКП;
- отсутствие учета динамики конъюнктуры мировых финансовых рынков при планировании и реализации национальной ДКП.

ДКП Банка России на протяжении всего рассматриваемого периода следовала в фарватере экспансионистской фискальной политики Правительства РФ. Такой вывод следует из анализа пяти документов Банка России²¹, закрепляющих цели и задачи единой государственной ДКП России в 2010–2014 гг.

Сопоставление отличительных черт проводимой Банком России ДКП целесообразно начать с разбора основных положений, закреплённых в соответствующих документах Банка России (см. таблицу 2).

²¹ В данном случае речь идет об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и на период 2011 и 2012 годов» (далее – Документ 1), «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и на период 2012 и 2013 годов» (далее – Документ 2), «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и на период 2013 и 2014 годов» (далее – Документ 3), «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и на период 2014 и 2015 годов» (далее – Документ 4) и проекте «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и на период 2015 и 2016 годов» (далее – Документ 5).

Таблица 2

Основные положения ДКП Банка России в 2010–2014 гг.

Основные положения	Документ 1	Документ 2	Документ 3	Документ 4	Документ 5
Приоритетная цель	Снижение темпов инфляции до 9–10% в 2010 г. и 5–7% в 2012 г.	Снижение инфляции в 2011 г. до 6–7%, в 2012 г. – до 6–6%, в 2013 г. – до 4,5–5,5%	Последовательное снижение инфляции: в 2012 г. – до 5–6%, в 2013 г. – до 4,5–5,5%, в 2014 г. – до 4–5%	Снижение темпов прироста потребительских цен в 2013 г. до 5–6%, в 2014-м и 2015 г. – до 4–5%	Снижение роста потребительских цен в 2014 г. до 5,0%, в 2015 г. – 4,5% и 2016 г. – до 4,0%
Темп инфляции, режим ДКП	Завершение создания условий для перехода к режиму таргетирования инфляции	Подготовка к введению режима таргетирования инфляции	Завершить переход к таргетированию инфляции	К 2015 г. планируется завершить переход к режиму таргетирования инфляции	К 2015 г. планируется завершить переход к режиму таргетирования инфляции
Политика валютного курса	Сокращение прямого вмешательства в процессы курсообразования на внутреннем рынке	Продолжение движения в сторону свободного курсообразования	Последовательное сокращение прямого вмешательства Банка России в курсообразование и создание условий для перехода к режиму плавающего валютного курса	Дальнейшее сокращение прямого вмешательства в механизм курсообразования и создание условий для перехода к режиму плавающего валютного курса к 2015 г.	Повышение гибкости курсообразования под влиянием преимущественно рыночных факторов и к 2015 г. завершение перехода к режиму плавающего валютного курса
Процентная политика	Усиление влияния на формирование процентных ставок рынка денег за счет снижения процентных ставок Банка России по основным рыночным инструментам рефинансирования банков	Постепенное сужение коридора процентных ставок по операциям Банка России для снижения волатильности ставок денежного рынка	Использование в качестве операционного ориентира процентной политики краткосрочной ставки рынка межбанковских кредитов и	Управление краткосрочным и процентными ставками рынка денег с помощью инструментов предоставления и изъятия ликвидности	Введение ключевой ставки, завершение формирования границ процентного коридора и снижение процентных ставок по кредитам
Связь с фискальной политикой	Успех ДКП увязан с проведением консервативной бюджетной политикой и равномерностью расходования бюджетных средств в течение года	Эффективность ДКП зависит от состояния государственных финансов, успешности проведения умеренно жесткой бюджетной политики при постепенном сворачивании антикризисных мер	Достижение целей ДКП связано с бюджетной политикой, направленной на постепенное сокращение дефицита и обеспечение долгосрочной сбалансированности и устойчивости бюджетной системы	Результативность ДКП зависит от координации усилий Банка России и Правительства РФ, отражающих состояние развития государственных финансов и обеспечение долгосрочной сбалансированности и устойчивости системы страны	Банк России придает большое значение развитию механизмов взаимодействия с федеральным и органами исполнительной власти в области тарифной политики, управления остатками бюджетных и внебюджетных средств

Другие цели ДКП	Сохранение стабильности банковской и платежной систем; поддержание достаточного уровня ликвидности в банковском секторе	Укрепление финансовой стабильности; повышение требований к финансовой устойчивости и управлению рисками банками; поощрение консолидации и капитализации в банковском секторе	Пристальное внимание вопросам финансовой стабильности и поддержанию общего макроэкономического равновесия; устойчивости банковской системы	Финансовая стабильность; устойчивость и эффективность банковской системы как условие общего макроэкономического равновесия	Финансовая стабильность как необходимое условие реализации государственной макроэкономической политики; проведения ДКП; устойчивости банковского сектора и финансовых рынков
-----------------	---	--	--	--	--

Источник: Банк России, www.cbr.ru.

Во всех документах в качестве главной цели ДКП определено снижение темпов инфляции и поддержание их на уровне, обеспечивающем условия для долгосрочного устойчивого экономического роста. Однако количественные параметры желательных темпов инфляции, установленные в документах, свидетельствуют о том, что Банку России не удалось реализовать эффективную дезинфляцию. Хотя, по официальным данным, в последние два года получилось замедлить темпы инфляции, но значительная кредитная и фискальная экспансия за тот же период сформировала существенное проинфляционное давление. Косвенно об этом свидетельствуют и тенденции, отмеченные Банком России в докладе о ДКП²²:

- в первой половине 2013 г. инфляция росла даже без учета повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ);

- основной вклад в ускорение темпов инфляции вносили рост цен на продовольствие и удорожание услуг (помимо ЖКУ), в том числе удорожание железнодорожных тарифов;

- за первое полугодие 2013 г. темп инфляции в годовом исчислении составил 6,9%;

- снижение цен на продовольствие осенью, по прогнозам Банка России, может существенно снизить темпы инфляции, оцениваемые по индексу потребительских цен.

Текущие оценки развития инфляционных процессов Банка России, как и в прошлые годы, не учитывают:

- рост цен и тарифов ЖКУ;
- скрытое повышение транспортных тарифов на городские перевозки;
- рост акцизов и цен на бензин, т. е. удорожание автоперевозок;
- расширение перечня обязательных платных услуг, ранее бывших общественными товарами (например, оплата преподавания ряда предметов в рамках школьного образования);

²² Доклад о денежно-кредитной политике. – Банк России. 2013. № 4 [Электронный ресурс : www.cbr.ru]

- использование Федеральной службой государственной статистики РФ для расчета темпа инфляции индекса Ласпейреса, который по определению занижает фактический темп инфляции, оценивая изменение стоимости старой потребительской корзины;

- влияние динамики обменного курса на общий уровень внутренних цен.

Опыт стран, успешно устанавливающих и достигающих целевых значений темпа инфляции, показывает, что, во-первых, темп дезинфляции не должен быть слишком резким, в противном случае, если фактические темпы инфляции не совпадут с прогнозными, политика ЦБ может утратить доверие хозяйствующих субъектов. Во-вторых, усилия ЦБ и Правительства РФ по дезинфляции должны быть согласованными и носить понятный для общества характер. Иначе, как показывают исследования, сочетание инфляционного консерватизма ЦБ и дискретной расширительной фискальной экспансии неизбежно ведет к потерям в общественном благосостоянии²³.

2.3. Таргетирование инфляции: новые аспекты

Об ограниченных результатах Банка России по сдерживанию темпов инфляции свидетельствуют и положения документов, характеризующие режим проводимой ДКП. В период 2010–2014 гг. (Документы 1, 2 и 3) Банк России собирался подготовить необходимые условия для перехода к режиму таргетирования инфляции, а в 2015 г. – завершить окончательный переход к этому режиму (Документы 4 и 5).

В Документе 5 Банк России отказался от установления целевого интервала желательной динамики темпа инфляции, отдав предпочтение точным значениям темпа инфляции, измеряемого индексом потребительских цен. В отличие от предыдущих документов, регулятор в Документе 5 уже не упоминает о базовой инфляции, хотя и отмечает, что монетарными методами может влиять только на цены 50% благ, включаемых в потребительскую корзину.

Ограниченные возможности Банка России воздействовать монетарными методами на будущее ценообразование хозяйствующих субъектов обусловлены множеством факторов, включая:

- значительную долю цен, устанавливаемых административно или подверженных административным интервенциям;

- упор налоговой политики на доходы от сбора потоварных налогов, акцизов и таможенных пошлин;

²³ Blake A. P., Kirsanova T. (2011). Inflation conservatism and monetary-fiscal policy interactions // International journal of central banking, 2011, June, Vol. 7, No. 2.

- отсутствие у хозяйствующих субъектов инерционных ожиданий (т. е. адаптивных ожиданий, экстраполирующих прежний темп инфляции на предстоящий период);

- значительный уровень неопределенностей и рисков (рисковая надбавка к отпускной цене), порождаемых несогласованными дискретными мерами монетарной и фискальной политики;

- действующие правила бухгалтерского учета, разрешающие поставщикам относить процентные платежи по банковским кредитам на себестоимость готовой продукции.

Хотя регулятор и признал (во всех документах), что до сих пор в российской экономике полностью не созданы условия для перехода на режим таргетирования инфляции, он не приводит анализа причин, обусловивших провал прежних усилий. В результате хозяйствующие субъекты воспринимают объявляемые Банком России целевые параметры темпов инфляции как имитацию таргетирования инфляции. Это не сдерживает, а наоборот, провоцирует инфляционные и девальвационные ожидания хозяйствующих субъектов.

Формальное объявление Банком России таргетирования инфляции как основной цели ДКП во всех документах не увязано с другими задачами ДКП. Опыт других ЦБ свидетельствует, что изначально таргетирование инфляции несовместимо:

- с накачкой банковского сектора дополнительной ликвидностью;

- политикой вынуждающей банки софинансировать государственные программы антикризисных мер;

- оздоровлением банков и предприятий реального сектора за счет бюджетных ассигнований;

- реализацией крупномасштабных проектов за счет бюджетных ассигнований и льготных банковских кредитов. Поначалу Банк России (см. Документ 2) признавал это, отмечая, что в 2010 г. не «использовал все имеющиеся в его распоряжении инструменты» ДКП для сдерживания инфляции. Однако позднее (в Документах 3, 4 и 5) указанные несовместимости Банк России уже не учитывал, активно реализуя нетрадиционные меры ДКП за счет бюджетных и внебюджетных средств.

В целом практика регулятора в рассматриваемый период подтверждает, что таргетирование инфляции несовместимо с масштабными операциями по предоставлению банковской системе дополнительной ликвидности и с мерами экстренной бюджетной поддержки национальной экономики, если их не уравновешивает ужесточение требований к финансовым посредникам (прежде всего, системно важным институтам) по контролю за кредитным риском и риском ликвидности.

Объявленное Банком России завершение перехода к таргетированию инфляции невозможно:

- без радикального снижения макроэкономических рисков и неопределенностей, включая отказ от «политического» кредитования;

- расчистки банковских балансов от убыточных кредитов и «плохих» долгов;
- доверия хозяйствующих субъектов к макроэкономической политике правительства и ДКП Банка России;
- определения варианта режима инфляционного таргетирования, к которому предполагается завершить переход²⁴.

2.4. Политика обменного валютного курса

На протяжении всего рассматриваемого периода Банк России ставил задачу подготовки перехода на режим гибкого обменного курса рубля, определяемого фундаментальными макроэкономическими факторами. Но фактически вместо «сокращения прямого вмешательства в механизм курсообразования» он продолжал таргетировать эффективный курс рубля, постоянно проводил масштабные прямые или косвенные (через операции Сбербанка РФ и государственных банков) валютные (рублевые) интервенции. В соответствии с международными правилами Банк России обязан раскрывать объемы прямых валютных интервенций на внутреннем рынке, в то время как объемы косвенных операций – не обязан раскрывать. Поэтому публикуемые данные не позволяют точно оценить степень административного воздействия операций Банка России на текущий номинальный курс рубля.

В Документах 4 и 5 Банк России фактически признал, что не смог достичь поставленной цели – создания условий для перехода к плавающему курсу рубля. А потому намерен продолжить политику повышения гибкости обменного курса рубля (Документ 5) и к 2015 г. завершить переход к режиму плавающего валютного курса, ограничив присутствие на внутреннем валютном рынке операциями по сглаживанию чрезмерных колебаний рублевой стоимости бивалютной корзины. Но в Документе 5 не определено, что следует понимать под «чрезмерными» колебаниями обменного курса рубля.

В равной мере остается неясным, каким образом Банк России намерен регулировать обменный курс рубля в случае внезапных притоков / оттоков иностранного капитала или что может стать новым ориентиром для обоснования проведения валютных интервенций на внутреннем рынке в процессе сглаживания излишней волатильности курса рубля. Например, только за период с 1 июля по 30 сентября 2013 г. Банк России для сглаживания излишней волатильности курса рубля продал на внутреннем

²⁴ Мировой опыт свидетельствует, что возможны различные варианты режима таргетирования инфляции, прежде всего характерные для стран с формирующимися рынками, переживающих период структурной перестройки экономики – см.: Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis // BIS Papers, 2010, № 51.

рынке иностранной валюты на 14,2 млрд долл. Но при этом не смог дать участникам рынка внятных объяснений, обосновывающих указанные операции.

Правительством РФ перед Банком России поставлена амбициозная задача – сделать рубль 18-й мировой валютой, имеющей свободное хождение. Но включение рубля в котировальные списки ведущих валютных торговых площадок в условиях непрогнозируемой и противоречивой валютной политики может привести не к ожидаемым выгодам (формирование внешнего спроса на рубль, использование рубля как валюты международных расчетов и другие преимущества), а к дополнительным фискальным потерям и убыткам самого Банка России.

Из-за противоречивости задач, которые Банк России должен решать при проведении валютной политики, он не в состоянии одновременно управлять девальвационными ожиданиями хозяйствующих субъектов и снижать финансовые риски на макроуровне. Или, как отмечено в Документе 5, регулятор видит «основания для укрепления рубля, но не исключает возможностей его девальвации». На практике это служит признанием, что Банк России в предстоящий период по-прежнему будет проводить политику «мягкой привязки» курса рубля к бивалютной корзине, согласуя при этом операции по покупке / продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке с операциями Федерального казначейства по пополнению и расходованию средств суверенных фондов в иностранных валютах²⁵.

2.5. Процентная политика

В рассматриваемый период Банк России пытался трансформировать процентную политику таким образом, чтобы краткосрочные ставки по его операциям стали определяющими для ценообразования на рынке денег, т. е. основным инструментом реализации ДКП. При этом в анализируемых документах можно увидеть определенную вариативность. Так, Документ 1 в основном увязывал процентную политику с возможностями экстренного краткосрочного рефинансирования коммерческих банков. Документ 2 намечал переориентацию политики на постепенное сужение коридора процентных ставок, но не раскрывал, как следует определять границы этого коридора. Документ 3 в качестве операционного ориентира процентной политики ДКП выбрал краткосрочную процентную ставку рынка межбанковских кредитов. Документ 4 делал упор на управление краткосрочными процентными ставками денежного рынка с помощью инструментов предоставления и изъятия ликвидности. Документ 5

²⁵ Начиная с 1 октября 2013 г. операции Банка России по покупке и продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке будут определяться с учетом операций Федерального казначейства по пополнению и расходованию средств суверенных фондов в иностранных валютах.

предполагает совершенствование всей системы процентных инструментов с целью усиления действенности ДКП посредством введения ключевой ставки, завершения формирования границ процентного коридора и снижения процентных ставок по межбанковским кредитам и кредитам нефинансовому сектору.

Представленное разнообразие подходов к процентной политике свидетельствует о том, что:

- Банк России пока не может определить, какие его программы рефинансирования в наибольшей степени определяют динамику краткосрочных процентных ставок на межбанковском рынке (его средневзвешенные процентные ставки по однодневным рублевым кредитам выросли с 5,4% в январе 2013 г. до 6,1% годовых в августе);

- устанавливаемые процентные ставки по операциям ЦБ РФ не оказывают определяющего воздействия ни на ставки на межбанковском рынке, ни тем более на кредиты нефинансовому сектору и населению (средневзвешенная номинальная процентная ставка по кредитам нефинансовым организациям в I квартале 2013 г. составляла 9,9%, а по кредитам населению – 21,1%);

- запланированное введение ключевой ставки вряд ли будет результативным, так как ее выбор определяется исходя из практики ряда зарубежных центробанков, а не из спроса со стороны российских финансовых посредников.

Процентная политика Банка России основана на теоретическом положении, что долгосрочные и среднесрочные процентные ставки на внутреннем рынке определяют краткосрочные ставки рынка денег. Но в современных условиях финансовой глобализации и свободного выхода крупнейших российских банков на мировые рынки капитала сложилась обратная зависимость, когда уровень мировых долгосрочных процентных ставок определяет остальные ставки на внутреннем российском рынке²⁶. И в случае сворачивания программ количественных смягчений в развитых странах процентные ставки на российском рынке резко возрастут. Это существенно усилит долговую нагрузку частного сектора в России, для снижения которой могут потребоваться значительные бюджетные средства.

При формировании процентной политики Банк России не учитывает также неопределенности (рисковые премии), которые коммерческие банки закладывают в свои процентные ставки, прежде всего ставки по кредитам нефинансовому сектору. Коэффициент утилизации рыночных активов²⁷

²⁶ Callum J., Kulish M. (2011). Long-term interest rates, risk premia and unconventional monetary policy // Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia, 2011, April.

²⁷ Коэффициенты утилизации обеспечения – отношение задолженности банков перед Банком России по определенному инструменту рефинансирования ко всему объему обеспечения, имеющемуся в распоряжении банков, которое может быть использовано для рефинансирования с использованием данного инструмента. В настоящее время Банк России рассчитывает два коэффициента утилизации: коэффициент утилизации рыночных активов (используемых для рефинансирования посредством операций прямого РЕПО с Банком России) и коэффициент утилизации нерыночных активов и поручительств (используемых для

российских банков уже достиг высоких значений (около 60% на май 2013 г.), поэтому вполне вероятно, что в ближайшее время будет расти спрос кредитных организаций на среднесрочное рефинансирование – кредиты под залог нерыночных активов и поручительств. В этом случае заметно возрастут и процентные ставки денежного рынка, так как банки, исчерпав возможность привлечения средств под рыночные активы от ЦБ, будут увеличивать спрос на ликвидность межбанковского рынка.

В результате перед Банком России встанет сложный выбор: с одной стороны, для компенсации расширяющегося разрыва в выпуске ему надо снижать ключевую процентную ставку, а с другой, для стабилизации темпов инфляции и обменного курса рубля – наоборот, повышать.

2.6. Финансовая стабильность

В качестве дополнительной цели ДКП в четырех документах (кроме Документа 1) Банк России выделяет поддержание финансовой стабильности. Хотя ни в одном документе не конкретизируется, что следует понимать под финансовой стабильностью. Из общих пояснений можно заключить, что в его подходах по-прежнему доминирует микроподход, предполагающий, что банковская система стабильна, когда входящие в нее банки финансово устойчивы. Все пять документов показывают, что Банк России ориентируется на поддержание стимулирующей ДКП, связанной с развитием банковского сектора (только в Документе 5 – с финансовым рынком в целом) и повышением кредитной активности российских банков.

С 1 сентября 2013 г. Банк России наделен полномочиями макрорегулирования²⁸, но указанное понимание финансовой стабильности не учитывает его новые полномочия. В соответствии с новыми обязанностями регулятор должен анализировать спрос на ликвидность и располагать инструментарием ее регулирования с учетом особенностей функционирования всех финансовых посредников на внутреннем рынке.

Расчитываемый в настоящее время Банком России сводный индикатор финансовой стабильности²⁹ не позволяет ему адекватно оценивать состояние развития финансового рынка страны. Некоторое снижение сводного индикатора финансовой стабильности в первой половине 2013 г., по мнению регулятора, в основном было обусловлено: а) относительным уменьшением уровня достаточности собственных средств (капитала) банковского сектора;

рефинансирования посредством обеспеченных кредитов ЦБ РФ) – см.: Обзор финансовой стабильности. Банк России, 2013, июль.

²⁸ Федеральный закон от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».

²⁹ Он оценивает воздействие на финансовую стабильность трех факторов риска: рыночного, банковского и реального сектора.

б) снижением качества кредитных портфелей; в) увеличением коэффициента утилизации обеспечения.

У подхода Банка России есть два серьезных недостатка. Во-первых, он не учитывает влияние воздействия ситуации с общественными финансами на финансовую стабильность. Во-вторых, оценивая ситуацию в банковском секторе, по-прежнему считает, что на рынке нет никаких признаков кредитного перегрева. Регулятора нестораживают тенденции к ухудшению условий кредитования³⁰.

Ряд статистических показателей указывает на то, что банковский сектор находится накануне кризиса. За 2011–2012 гг. кредитная глубина банковского сектора России в абсолютном выражении выросла на 5,3 процентных пункта (с 48,9 до 54,2% ВВП). А за первую половину 2013 г. – еще на 4,6 процентных пункта, до 58,8% ВВП³¹. Результаты международных исследований показывают, что если показатель кредитной глубины в странах с формирующимися рынками (Россия относится к этой категории стран) приближается к 60% ВВП, а годовые темпы роста совокупного кредита превышают 25%, то подобные кредитные бумы обязательно заканчиваются финансовыми и/или банковскими кризисами³².

В нашей стране значения указанных индикаторов уже близки к пороговым: 58,8% – по кредитной глубине и 20,0% – по годовым темпам роста совокупного кредита за первую половину 2013 г.³³. Одновременно в первом полугодии 2013 г. доля проблемных и безнадежных ссуд на банковских балансах выросла на 6,3%, что превышает объем официально сформированных коммерческими банками провизий на возможные потери по ссудам (6,1% от совокупного кредитного портфеля банковского сектора). Просроченная задолженность по кредитам физическим лицам за тот же период увеличилась, по данным «Эксперт РА»³⁴, на 19,6% в годовом исчислении (4,6% за аналогичный период прошлого года), а по кредитам в корпоративном секторе составила 12,3% (2,1%).

Банк России намеревается продолжить в 2014–2016 гг. дальнейшее использование широкого кредитного канала денежной эмиссии, а Правительство РФ – политику софинансирования ряда отраслей промышленности (более 555 млрд руб.) и трех масштабных инфраструктурных проектов (450 млрд руб.). Это приведет к ускорению кредитного бума, который с большой долей вероятности может закончиться финансовым (банковским) кризисом.

³⁰ Обзор финансовой стабильности. Банк России, 2013, июль. – М., 2013 [Электронный ресурс : www.cbr.ru].

³¹ Объем кредитного портфеля банковского сектора России на 1 июля 2013 г. составил 37 341,0 млрд руб. (см. Бюллетень банковской статистики, 2013, № 8), а ВВП РФ в годовом исчислении – 63 475,5 млрд руб. – см.: <http://info.minfin.ru/gdp.php>.

³² Mitra S., Beneš J., Iorgova S., Lund-Jensen K., Schmieder C., Severo T. (2011). Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act? // Chapter 3 in Global Financial Stability Report, 2011, Sept.

³³ Бюллетень банковской статистики. 2013. № 2 и № 8 [Электронный ресурс : www.cbr.ru].

³⁴ Электронный ресурс : www.expert.ru/2013/09/5/tsb-v-pomosch/?n=43561.

Заключение

Управление денежным балансом общественного сектора потенциально оказывает воздействие на операции, финансы и балансовые счета правительства, ЦБ и их агентов. При этом эффективность управления зависит от глубины взаимосвязей между казначейством и ЦБ, сочетания фискальных, монетарных и кредитных операций в рамках реализации единой макроэкономической политики.

Согласование механизмов управления и планирования взаимосвязей денежных потоков всех сторон общественного сектора предполагает:

- передачу управления денежными средствами от банковского сектора в ЦБ, что выгодно казначейству, но затратно для коммерческих банков;
- выплата ЦБ и коммерческими банками процентов по остаткам денежных средств, размещенным на счетах казначейства;
- активное управление денежными средствами приводит к минимизации кассы казначейства и повышению эффективности монетарной политики ввиду сокращения колебаний остатков средств на ЕСК;
- устранение перекрестного субсидирования между ЦБ и казначейством, введение платности за проводимые операции повышает транспарентность отношений между казначейством, ЦБ и их агентами.

Проводимые в РФ реформы управления денежными потоками общественного сектора РФ пока не могут в полной мере гарантировать защиту бюджетных средств от фискальных, монетарных и кредитных рисков финансового посредничества.

На протяжении всего посткризисного периода ДКП Банка России на фоне активной бюджетной поддержки Правительства РФ не была последовательной в области процентной политики и политики финансовой стабильности, что усиливало кредитный перегрев, проинфляционное давление, излишнюю волатильность обменного курса рубля.

Литература

1. Андрюшин С., Кузнецова В. (2010). Центральный банк как кредитор последней инстанции: новые вопросы теории денежно-кредитной политики // Вопросы экономики, 2010, № 12, С. 70-81.
2. Андрюшин С.А., Кузнецова В.В. Капитал центрального банка и финансы общественного сектора // Вестник Института экономики РАН, 2013, № 4. – С. 102-110.
3. Беджгот В. Ломбардстрит. Критическое исследование об организации и деятельности английского денежного рынка /Пер. с англ. – СПб., 1902.
4. Бюллетень банковской статистики. 2013. № 2 и № 8 [Электронный ресурс : www.cbr.ru].
5. Доклад о денежно-кредитной политике. – Банк России. 2013. № 4 [Электронный ресурс : www.cbr.ru].
6. Обзор финансовой стабильности. Банк России, 2013, июль. – М., 2013 [Электронный ресурс : www.cbr.ru].
7. Федеральное казначейство. О результатах работы Федерального казначейства в 2012 году и основных задачах на 2013 год. – М., 2013.
8. Электронный ресурс : www.expert.ru/2013/09/5/tsb-v-pomosch/?n=43561.
9. Abiad A., Dell'Ariccia G., Li Bin. (2011). Creditless Recoveries // IMF Working Paper, Wash., 2011, N 58.
10. Acosta-Ormaechea S., Morozumi A. (2013). Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure? // IMF Working Paper, 2013, № 162.
11. Bagehot W. (1873). Lombard Street: A Description of the Money Market. London, 1873.
12. Ball L., Furceri D., Leigh D., Loungani P. (2013). The Distributional Effects of Fiscal Consolidation // IMF Working Paper, 2013, № 151.
13. Bell V., Young G. (2010). Understanding the weakness of bank lending // Quarterly Bulletin, L., 2010, № 4, P. 311-320.
14. Blake A. P., Kirsanova T. Inflation conservatism and monetary-fiscal policy interactions // International journal of central banking, 2011, June, Vol. 7, No. 2.
15. Borensztein E., Loungani P. (2011). Asian Financial Integration: Trends and Interruptions // IMF working paper, 2011, N 4.
16. Borio C. (2014). Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? // BIS Working Papers, 2014, № 440.
17. Callum J., Kulish M. Long-term interest rates, risk premia and unconventional monetary policy // Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia, 2011, April.
18. Chadha J. S., Turner Ph., Zampolli F. (2013). The interest rate effects of government debt maturity // BIS Working Papers, 2013, № 415.

19. Choi Woon Gyu, Lee Hounq Il. (2010). Monetary Transmission of Global Imbalances in Asian Countries // IMF working paper, Wash., 2010, N 214.
20. Davis E. P. (2008). Liquidity, Financial Crises, and the Lender of Last Resort—How Much of a Departure Is the Sub-Prime Crisis? // Paper presented at the Reserve Bank of Australia 2008 Conference on Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008, 2008, July 14-15.
21. Ishi K., Stone M., Yehoue E.B. (2009). Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies // IMF working papers, 2009, N 226.
22. Kozicki S., Santor E., Suchanek L. (2011). Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases // Bank of Canada review, 2011, spring, P.13-25.
23. Mihaljek D. (2011). How have external factors affected monetary policy in the EMEs?// BIS Papers, Basel, 2011, No 57, P.1-8.
24. Mitra S., Beneš J., Iorgova S., Lund-Jensen K., Schmieder C., Severo T. Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act? // Chapter 3 in Global Financial Stability Report, 2011, Sept.
25. Pessoa M., Williams M. (2012). Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank // Technical notes and manuals, Fiscal Affairs Department, International monetary fund, 2012, Nov., № 2.
26. Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis // BIS Papers, 2010, № 51.
27. Rochet J.-C. (2008). Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation. – Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2008.
28. Stone M., Fujita K., Ishi K. (2011). Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Papers, 2011, № 145.

Подписано в печать 26.02.2014.
Зак. 12. Тир. 100 экз. Объем 1,8 уч.-изд. л.
Отпечатано в ИЭ РАН