

ФИНАНСОВЫЕ ПРАВИЛА В УСЛОВИЯХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

Слепов Владимир Александрович

доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой финансов и цен, руководитель научной школы «Финансы» РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: kafedra.financi@gmail.com

Арсланов Альберт Фаитович

кандидат экономических наук, главный специалист Первого Чешско-Российского банка.

Адрес: Первый Чешско-Российский банк, 119454, Москва, ул. Лобачевского, д. 27.

E-mail: arslanoff@gmail.ru

В статье представлены авторские размышления о полезности каких-либо правил в финансовой области, отличающейся стохастичностью и неопределенностью. Дается авторская трактовка термина «финансовые правила». Проведен анализ современного состояния глобальной финансовой системы и проблем ее развития. Рассмотрены основные глобальные финансовые инструменты адаптации финансовых систем к нарастанию неопределенности макроэкономической среды. Основное внимание сосредоточено на правилах, накопленных отдельными странами в сфере денежно-кредитной и бюджетной политики. Показаны их преимущества в сравнении с дискреционными, спонтанными действиями регулирующих органов. Необходимым условием эффективного применения финансовых правил в настоящее время является комплексность их использования. Условия согласованности финансовых правил денежно-кредитной и бюджетной политики представлены авторской экономико-математической моделью.

Ключевые слова: финансовые правила, денежно-кредитная политика, бюджетная политика, денежное правило, правило Тейлора, инфляционное таргетирование.

FINANCE RULES IN CONDITIONS OF MACRO-ECONOMIC UNCERTAINTY

Slepov, Vladimir A.

Doctor of Economic, Professor, the Head of the Department for Finance and Prices, the Head of the Academic School 'Finance' of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: kafedra.financi@gmail.com

Arslanov, Albert F.

RhD, the Chief specialist of the First Czech-Russian Bank.

Address: The First Czech-Russian Bank, 27 Lobachevskiy Str., Moscow, 119454, Russian Federation.

E-mail: arslanoff@gmail.ru

The article provides some authors' considerations about usefulness of rules in the finance field, which is characterized by scholasticism and uncertainty. The authors give their interpretation of the term 'finance rules', analyze the current condition of the global finance system and show challenges of its development. The article discusses key global finance instruments for adaptation of finance systems to growing uncertainty of the macro-economic environment. Principle attention is paid to rules accumulated by certain countries in the field of monetary and credit and budget policy. Their advantages in comparison with discretionary, sporadic steps of regulation bodies were demonstrated. The combined use of finance rules in today's condition is necessary to provide their efficiency. Coordination of finance rules in monetary and credit and budget policy is shown as the authors' economic-mathematic model.

Keywords: finance rules, monetary and credit policy, budget policy, cash rule, Taylor's rule, inflation targeting.

В зарубежной и российской финансовой литературе все чаще употребляется термин «правила» в финансовой политике. Так, например, в основе бюджетной политики многих стран лежит соблюдение бюджетного правила, согласно которому дефицит бюджета не должен превышать установленного процента ВВП. Правила существуют и широко используются в денежно-кредитной политике. Необходимость использования правил в финансовой политике (назовем их финансовыми правилами) предопределяется нарастанием макроэкономической неопределенности и турбулентности.

По нашему мнению, финансовые правила – это законодательно закрепленные положения, регламентирующие способы регулирования разнообразных финансовых потоков, обязательные для всех участников финансового рынка. Они нацелены на координацию и стабилизацию функционирования национальных финансовых систем.

По теории экономических циклов глубокие кризисы сменяются восстановительными тенденциями. Данные Международного валютного фонда (МВФ), Организации экономического сотрудничества и

развития (ОЭСР), глобальных игроков свидетельствуют о восстановлении мировой экономики в посткризисный период. Вместе с тем неясность и неопределенность перспектив ее дальнейшего развития сохраняются. Действительно, интенсивные антикризисные меры не снизили остроту прежних проблем. Проблемы балансирования экономик многих стран, находящихся на грани рецессии, огромных долгов ключевых игроков мировой экономики, колебания их платежных балансов, колоссальное социальное расслоение общества нигде не исчезли. Более того, многие застарелые проблемы даже обостряются. Растут, например, объемы рынка деривативов и высокорисковых операций, ускоряется перемешивание «горячих» спекулятивных денег, возникают новые схемы отмывания незаконных доходов. Складывается ощущение, что глобальный финансово-экономический кризис находится в перманентном состоянии.

Тщательный анализ практики модернизации международной и национальных финансовых систем позволяет выделить несколько основных глобальных финансовых инструментов их адаптации к современной макроэкономической среде. По-

мимо расширения денежной массы (количественного смягчения), сохранения на минимальных уровнях ставок рефинансирования к ним относятся правила проведения и согласования денежно-кредитной и бюджетной политики.

Определенный опыт использования долгосрочных правил накоплен в сфере денежно-кредитной политики. В частности, в ряде стран распространено применение при проведении денежно-кредитной политики правила Тейлора, связывающего динамику процентной ставки и уровень инфляции [7. – Р. 202]. К правилам денежно-кредитной политики следует отнести используемое в Австралии, Великобритании, Канаде, Новой Зеландии и других странах инфляционное таргетирование.

В ряде стран в целях упорядочения разработки и реализации бюджетной политики приняты документы по ее регламентации. Так, в Австралии действует Хартия бюджетной справедливости (1998), в Великобритании – Кодекс бюджетной стабильности (1997), в Новой Зеландии – Акт фискальной ответственности (1994). Все эти документы относятся к сфере бюджетной политики и касаются регулирования размеров дефицита бюджета и государственного долга. В бюджетной сфере активно используются разнообразные финансовые правила. Например, для стран, вступающих в зону евро, установлены следующие правила: дефицит бюджета – не более 3% ВВП, внешний долг – не более 60%. В России использовалось бюджетное правило, обеспечивающее формирование Резервного фонда на уровне 7% ВВП.

Политика использования правил позволяет активно воздействовать на состояние макроэкономической среды и противодействовать факторам ее эволюции в направлении возникновения ситуации нестабильности.

Концепции использования правил в сфере реализации денежно-кредитной и бюджетной политики вплетаются в канву оперативных действий денежных властей в

условиях резких и непредвиденных изменений макроэкономической среды, усиливающейся нестабильности. Представляется очевидным, что своевременное принятие мер антикризисного характера является необходимым условием противодействия кризисным состояниям и выхода из ситуации нестабильности. Однако подобные меры представляют собой реакцию на кризис и должны быть достаточно эффективными, чтобы переломить сложившиеся негативные тенденции. Такие меры помимо основного эффекта часто вызывают негативные последствия. Их преодоление занимает относительно длительный период и порождает необходимость использования дополнительных, часто специфических инструментов. Так, снижение в развитых странах до минимальных уровней процентной ставки для стимулирования платежеспособного спроса вызвало необходимость использования такого нестандартного инструмента денежно-кредитной политики, как количественное смягчение, примененное в целях снижения уровня безработицы.

В этой связи правила проведения и бюджетной, и денежно-кредитной политики дополняются дискреционными действиями регулирующих органов, которые зачастую осуществляются с определенным запозданием в условиях проявления макроэкономической нестабильности.

Вместе с тем различия в задачах денежно-кредитной и бюджетной политики существенно затрудняют использование общих правил, способных обеспечить эффективную нейтрализацию макроэкономической неустойчивости. В частности, основной задачей денежно-кредитной политики является сбалансированность спроса на деньги и их предложения, обеспечивающая для экономических агентов приемлемый уровень процентной ставки, устойчивый валютный курс, относительную стабильность ценовых показателей. Задачи бюджетной политики связаны с обеспечением относительного соответствия между доходами и расходами при до-

пущении циклических дефицитов или профицитов, отражающих специфику конкретной макроэкономической ситуации, а также с динамикой государственного долга.

Практическое значение имеет сопоставительный анализ правил денежно-кредитной и бюджетной политики, позволяющий выявить степень их взаимного влияния и специфику применения в условиях макроэкономической нестабильности.

Как уже отмечалось, денежное правило состоит в увеличении денежной массы в экономике темпом, равным росту ВВП. Очевидно, что в условиях емкого финансового сектора это правило должно быть скорректировано. Помимо роста ВВП оно должно учитывать динамику оборота финансовых активов как важный источник дополнительной потребности в платежных средствах.

Скорректированное таким образом денежное правило не противоречит использованию двух других правил денежно-кредитной политики – правила Тейлора и инфляционного таргетирования.

Правило Тейлора определяется следующим уравнением:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2,$$

где r – номинальная ставка по федеральным фондам (federal funds rate), ставка по обязательным резервам на конкретный период времени;

p – темп инфляции в течение четырех последних кварталов;

y – процентное отклонение фактического реального ВВП от потенциального, трендового его значения.

Дж. Тейлор исходил из того, что таргетируемый центральным банком уровень инфляции над ее текущим значением определяется как $(p - 2)$. Равновесная реальная процентная ставка, по его мнению, должна составлять 2% (последнее слагаемое в уравнении). Величины 0,5 – выбранные Тейлором значения коэффициентов.

По нашему мнению, модификация уравнения Дж. Тейлора для условий экономики с развивающимися рынками должна состоять в корректировке таргетируемых, т. е. целевых для конкретного периода времени, уровней инфляции и процентной ставки. Их индикаторы должны выбираться с учетом фактических среднесрочных трендов этих макроэкономических показателей.

Важно учитывать, что правило Тейлора определяет таргетируемую процентную ставку без учета показателя денежной массы. Но этот показатель непосредственно воздействует на два индикатора, включенных в уравнение Тейлора: темп инфляции (p) и отклонение реального ВВП от его потенциального значения (y).

Следовательно, денежное правило и правило Тейлора не противоречат друг другу. Однако они имеют общий недостаток – их использование не предусматривает непосредственного воздействия на ценовую динамику. В частности, денежное правило основывается на сбалансированности спроса на деньги и их предложения. Но оно не учитывает последствия ускорения ценовой динамики и не предусматривает автоматическую корректировку денежного предложения при росте цен.

Преодоление недостатков двух правил денежно-кредитной политики обеспечивает включение в их систему третьего правила – инфляционного таргетирования. Оно состоит в использовании рациональных ожиданий в качестве канала трансмиссионного механизма передачи сигнала от центрального банка к экономическим агентам.

Инструментом, используемым при превышении фактической инфляцией ее показателя, таргетируемого центральным банком, является процентная ставка. Изменение этого индикатора влияет на объемы банковского кредитования и соответственно на совокупный спрос. Формирование спросовых ограничений приводит к снижению объема товарооборота и замедлению ценовой динамики.

Использование трех правил денежно-кредитной политики – денежного, правила Тейлора и инфляционного таргетирования – создает условия для преодоления недостатков каждого из них, обеспечивает их взаимодополняемость, формирует предпосылки для проявления синергетического эффекта их взаимодействия и позитивного влияния на макроэкономическую среду. Это влияние может быть усилено путем интеграции правил денежно-кредитной политики и правил бюджетной политики, состоящих в установлении нормативных показателей бюджетного дефицита и государственного долга.

Очевидно, что денежное правило не способно оказывать непосредственное влияние на выполнение бюджетных правил. Однако необходимость достижения сбалансированности денежного спроса и предложения, отражаемая в этом правиле, является условием достаточности платежных средств для формирования бюджетных доходов и осуществления расходов. В противном случае наблюдается бартеризация экономики. Значительный объем денежных расчетов заменяется обменом производимой продукции. В таких условиях компании теряют возможность своевременно и в полной мере вносить в бюджетную систему налоговые платежи. В результате быстрыми темпами растут бюджетный дефицит и государственный долг.

Нарушение финансовой устойчивости предопределяет макроэкономическую нестабильность. Иными словами, нарушение правила формирования денежного предложения способно не только подорвать проводимую финансовую политику, но и создать ситуацию макроэкономического неравновесия.

Четкое следование денежному правилу позволяет не только избегать такие ситуации, но и обеспечивать целостную координацию денежно-кредитной и бюджетной политики как условие макроэкономической стабильности.

Денежное правило также важно для выполнения второго бюджетного правила –

обеспечения нормативного значения государственного долга. В случае нехватки денежного предложения возникает тенденция к росту процентной ставки и, как следствие, повышению стоимости обслуживания государственного долга. Рост процентных доходов бюджета создает риск дефолта.

Правило Тейлора способно в значительной степени улучшить условия реализации правил бюджетной политики. В частности, регулирование процентной ставки воздействует на возможности государства по привлечению ресурсов для финансирования бюджетного дефицита и обслуживания государственного долга. Неуправляемые в рамках денежно-кредитной политики изменения процентных ставок способны дестабилизировать государственную долговую политику и препятствовать преодолению макроэкономической нестабильности.

Инфляционное таргетирование как правило денежно-кредитной политики направлено на достижение ценовой стабильности как условия стабильного ведения бизнеса. Реализация этого условия обеспечивает устойчивые налоговые поступления, позволяет своевременно обслуживать долговые обязательства государства и тем самым контролировать объемы бюджетного дефицита и государственного долга.

Взаимодействие правил денежно-кредитной и бюджетной политики характеризуется не только прямыми, но и обратными связями. Правила установления нормативных значений бюджетного дефицита и государственного долга обеспечивают непосредственное воздействие на денежный спрос, процентную ставку, инфляцию. Рост государственных доходов следует учитывать при оценке потребности в платежных средствах.

Динамика процентной ставки зависит от объема государственных заимствований. На уровень инфляции непосредственное влияние оказывает объем дефицита консолидированного бюджета.

В открытой экономике *согласованность* правил денежно-кредитной и бюджетной политики косвенно может проявляться в относительной устойчивости национальной валюты. Условия такой согласованности могут быть выражены следующей оптимизационной экономико-математической моделью для экспортно ориентированной сырьевой экономики:

$$\Delta C = a\Delta E + b\Delta D + c\Delta R + d\Delta i \rightarrow \min,$$

$$\begin{cases} \Delta D < \Delta E, \\ \Delta R = \Delta i. \end{cases}$$

где ΔC – волатильность валютного курса;

ΔE – изменение поступающей в страну экспортной выручки;

ΔD – изменение дефицита государственного бюджета;

ΔR – изменение процентной ставки;

Δi – изменение инфляции;

a, b, c, d – коэффициенты, характеризующие факторное влияние.

Экономический смысл модели состоит в том, что минимизация волатильности валютного курса как косвенного результирующего показателя согласованности правил денежно-кредитной и бюджетной политики определяется изменениями экспортной выручки, дефицита государственного бюджета, процентной ставки и инфляции. Эти показатели в значительной степени в денежной форме выражают состояние национальной экономики, конъюнктуры мировых финансовых рынков, политические риски и шоки.

К ограничениям модели относятся следующие:

- изменения дефицита бюджета должны быть ниже экспортной выручки;
- изменения процентной ставки должны соответствовать изменению инфляции.

Первое ограничение является условием стабильности бюджетной системы. Оно отражает ситуацию, при которой происходит устойчивое поступление доходов в бюджетную систему.

Второе ограничение характеризует использование режима инфляционного таргетирования, при котором сдерживание ценовой динамики обеспечивается повышением процентной ставки. При этом следует иметь в виду, что представленная оптимизационная экономико-математическая модель является формальной схемой анализа, абстрагирующейся от сложностей реального мира [4. – С. 328].

Так, экспортная выручка реально зависит от цен на нефть и газ, подверженных в современных условиях макроэкономической неопределенности существенным колебаниям. К тому же их связь с денежно-кредитной и бюджетной политикой пролонгируется во времени.

Вместе с тем эта модель позволяет понять взаимосвязи между денежными правилами и состоянием финансовой системы. В конечном счете согласованное применение финансовых правил в финансовой государственной политике оказывает позитивное регулирующее влияние на основные макрофинансовые параметры развития национальной экономики.

Выявленные взаимосвязи между используемыми в мировой практике финансовыми правилами, в том числе денежными правилами, правилом Тейлора, инфляционным таргетированием, а также правилами установления нормативных показателей бюджетного дефицита и государственного долга, целесообразно учитывать при формировании финансовой политики России в долгосрочной перспективе.

Список литературы

1. Волков И. И. Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики как способ преодоления кризисных явлений в России // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2015. – № 3 (81). – С. 36–43.

2. Ершов М. В. Мировая финансовая система после кризиса: тенденции и проблемы развития // Деньги и кредит. – 2013. – № 1. – С. 11–18.
3. Слепов В. А., Арсланов А. Ф. Интегральная национальная финансовая политика и ее особенности в современных условиях // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2014. – № 7 (73). – С. 19–30.
4. Словарь современной экономической теории Макмиллана : пер. с англ. / общ. ред. Д. У. Пирса. – М. : Инфра-М, 1997. – (Библиотека словарей «ИНФРА-М». БСИ).
5. Чувакова А. С. Формирование системы целевых индикаторов и показателей эффективности бюджетных расходов как элемента бюджетной политики // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2016. – № 1 (85). – С. 53–58.
6. Kocherlakota N. Modern Macroeconomic Model as a Tool for Economic Policy // The Region, Federal Reserve Bank of Minneapolis. – 2010. – Issue May. – P. 5–21.
7. Taylor J. Discretion versus Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – N 39.

References

1. Volkov I. I. Vzaimodeystvie denezhno-kreditnoy i byudzhethnoy politiki kak sposob preodoleniya krizisnykh yavleniy v Rossii [Interaction of Monetary, Credit and Budget Policy as a Way to Overcome Crisis in Russia]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2015, No. 3 (81), pp. 36–43. (In Russ.).
2. Ershov M. V. Mirovaya finansovaya sistema posle krizisa: tendentsii i problemy razvitiya [The Global Financial System after the Crisis: Trends and Problems of Development]. *Den'gi i kredit* [Money and Credit], 2013, No. 1, pp. 11–18. (In Russ.).
3. Slepov V. A., Arslanov A. F. Integral'naya natsional'naya finansovaya politika i ee osobennosti v sovremennykh usloviyakh [Integrated National Financial Policy and its Characteristics under Modern Conditions]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2014, No. 7 (73), pp. 19–30. (In Russ.).
4. Slovar' sovremennoy ekonomicheskoy teorii Makmillana [Dictionary of Modern Economic Theory by Macmillan], translated from English, edited by D. U. Pirs. Moscow, Infra-M, 1997. (Biblioteka slovarey «INFRA-M». BSI). (In Russ.).
5. Chuvakova A. S. Formirovanie sistemy tselevykh indikatorov i pokazateley effektivnosti byudzhethnykh raskhodov kak elementa byudzhethnoy politiki [Designing the System of Target Indicators and Figures of Budget Expenditure Efficiency as an Element of Budget Policy]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2016, No. 1 (85), pp. 53–58. (In Russ.).
6. Kocherlakota N. Modern Macroeconomic Model as a Tool for Economic Policy. *The Region, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, 2010, Issue May, pp. 5–21.
7. Taylor J. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, No. 39.