

Б.С. Войтешенко

кандидат экономических наук, доцент
БГЭУ (Минск)

ФОРМИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ИНТЕГРАЦИИ

В статье исследуются возможности центрального банка сравнительно небольшой страны, какой и является Республика Беларусь, проводить независимую денежно-кредитную политику. Показано, что в условиях растущей интеграции мировой экономики проведение самостоятельной денежно-кредитной политики становится весьма проблематичным. Формирование ЕврАзЭС и развитие финансовых рынков на территории нашей страны существенно уменьшают свободу маневра Национального банка Республики Беларусь в формировании денежно-кредитной политики.

The paper studies the powers of the central bank of such a small country as Belarus to pursue an independent monetary policy. It is shown that autonomous monetary policy is rather problematic for such a state in the rapidly integrating world economy. The formation of the Eurasian Economic Community and the ensuing development of financial markets in the territory of Belarus will essentially restrict freedom of maneuver for the National Bank of Belarus in shaping its monetary policy.

Введение

Продолжающиеся в течение двух десятилетий разговоры об объединении денежных систем Беларуси и России, введение евро, отказ отдельных стран от собственной валюты и использование рядом государств американского доллара в качестве национального платежного средства — все это заставляет иначе взглянуть на возможность национальных банков проводить собственную денежно-кредитную политику, совершенно независимую от мировых тенденций. Особую актуальность рассматриваемая проблема приобретает в связи с постепенной либерализацией мировой торговли, быстрой интеграцией финансовых рынков и увеличением мобильности перелива капитала в международном масштабе.

Перелив капитала в условиях глобализации объясняется возможностями эффективного выбора субъектами хозяйствования между отдельными валютами, налоговыми и регулирующими системами в отдельных странах, их законодательными системами, уровнем эффективности защиты прав собственности, уровнем макроэкономических и политических рисков и т.д. Хозяйствующие субъекты могут переносить свою деятельность, инвестиции и активы из одной страны в другую, где существуют лучшие условия. Возможно выбирать форму помещения своих финансовых активов, физически не переходя границы страны. Таким образом, национальный суверенитет во всем мире ограничен, даже если данная страна формально не присоединилась ни к одному из существующих интеграционных блоков. С этой проблемой сталкивается возрастающее число экономик как развитых, так и развивающихся стран и стран с транзитивной экономикой.

Неоднократное откладывание даты введения российского рубля в качестве единой валюты двух союзных государств — Беларуси и России — в средствах массовой информации и выступлениях отдельных политических деятелей часто подается как результат умышленного препятствования со стороны тех, кому это невыгодно. Однако на самом деле причина кроется в различных подходах к проведению национальной денежно-кредитной политики в Беларуси и России. Хотя следует отметить определенные сдвиги к их сближению. В частности, денежно-кредитная политика Национального банка Республики Беларусь направлена на регулирование предложения денег и уровня валютно-

го курса. Поэтому цель данной статьи — исследование возможностей центрального банка Беларуси (сравнительно небольшой страны) проводить независимую денежно-кредитную политику.

Основная часть

Рассматривая эту проблему, необходимо вспомнить о фундаментальном ограничении, существующем в открытой к свободному переливу капитала экономике: денежная политика не может эффективно регулировать предложение денег и одновременно уровень валютного курса. Это ограничение описывается во многих теоретических моделях, в том числе в модели Манделла—Флеминга. В наглядном виде ее представляет принцип «невозможности к существованию треугольника», предложенный Дж. Френкелем [1]. В соответствии с этим принципом невозможно одновременно достичь трех целей: стабильности валютного курса, независимой денежной политики (выражающейся в свободе формирования денежных агрегатов и, соответственно, ликвидности в экономике), а также либерализации оборота капитала, приводящей к интеграции национального финансового рынка с международным. Нужно чем-то жертвовать.

Теоретически возможен выбор из трех комбинаций:

1) контроль оборотов капитала, который даст возможность (хотя и не при всех обстоятельствах) вести активную валютную политику при сохранении автономии в формировании предложения денег;

2) нерегулируемое колебание валютного курса, которое позволяет сохранить автономию на формирование предложения денег в условиях свободного перелива капиталов;

3) отказ от самостоятельной денежно-кредитной политики, прежде всего путем присоединения к валютному союзу, что обеспечивает стабильность валютного курса при сохранении свободы межстранового перелива капиталов.

Контроль над капиталами является испытанным средством для регулирования нестабильных перемещений капитала. Традиционно эти меры принимались главным образом в отношении трансграничных сделок резидентов и нерезидентов страны. Однако ввиду отказа от централизованного регулирования и применения в последнее время новых методов в банковском деле резиденты часто имеют возможность держать счета и заключать сделки в иностранной валюте. Поскольку эти операции, равно как и трансграничные сделки, могут оказать влияние на макроэкономические переменные величины, такие как обменный курс, на операции также закономерно может распространяться контроль. Опыт показывает, что в развивающихся странах такой контроль применялся часто. Также он сыграл важную роль в проводимой в послевоенные годы некоторыми развитыми странами политике в отношении притока большого объема капитала.

Контроль над движением капитала используется для предотвращения финансовых кризисов. Однако стоит отметить, что меры, направленные на ограничение свободы действий самих стран в этой области, в настоящее время являются нецелесообразными. Возможность возникновения финансовых кризисов может быть уменьшена путем более совершенного использования основополагающих макроэкономических методов, осторожного, но эффективного регулирования и контроля над финансовой системой. Но эти меры влекут за собой необходимость осуществления структурных реформ, которые являются продолжительными. В промышленных странах для завершения этих реформ и создания необходимых учреждений как правило требовались десятилетия. Кроме того, принятые на национальном уровне, такие меры не позволяют полностью избежать давления, оказываемого на валюты, поскольку это зависит от условий, существующих на международных финансовых рынках и в странах, являющихся как международными заемщиками, так и инвесторами. Ущерб, наносимый давлением на валюты, может быть предотвращен разработкой новых механизмов для регулирования кризиса, таких как создание международного финансового органа для предоставления кредита при возник-

новении чрезвычайных обстоятельств или правовой основы для замораживания обслуживания долга и принятия мер для решения возникших финансовых трудностей. Однако все эти меры также не могут полностью исключить возникновение кризисов и нанесение ими ущерба. Таким образом, при отсутствии глобальных механизмов для стабилизации потоков капиталов контроль будет и далее оставаться неизбежной мерой развивающихся стран для защиты от международной финансовой нестабильности. Поэтому в обозримом будущем потребуется проявление гибкости в отношении мер, которые избирает правительство, а не установление новых ограничений.

Свободное колебание валютных курсов в сочетании с мобильностью капитала может привести к подрыву валютной стабильности с неизбежными последствиями для торговли, капиталовложений и роста. Система комитетов по наблюдению за состоянием валют могла бы устранить проблемы регулирования задолженности, вызванной несоответствием обменных курсов. Эти комитеты оказались полезным механизмом в некоторых странах, поскольку благодаря им удалось избежать гиперинфляции. Но такие системы не позволяют изолировать экономику от нестабильности, источники которой находятся за пределами страны, поскольку последствия притоков и оттоков капитала оказывают влияние на степень экономической активности, уровень цен на товары и стоимость активов. Этим они могут создать угрозу для стабильности банковской системы.

Однако проведение политики «Валютного комитета» равнозначно отказу от национальной денежно-кредитной политики.

Вместе с тем в условиях растущей интеграции мировой экономики, которую часто называют глобализацией, проведение самостоятельной денежно-кредитной политики становится весьма проблематичным. Это связано с появлением экспансии финансовых переливов, обусловленной как техническим прогрессом в сфере транспорта, телекоммуникаций и информационных технологий, так и развитием образования. Наряду с техническим прогрессом экспансия финансовых переливов обусловлена и либерализацией экономических систем во многих странах, в том числе в государствах Центральной и Восточной Европы и СНГ.

Растущая интеграция финансовых рынков имеет как сторонников, так и противников. Противники быстрой либерализации движения капитала подчеркивают, что она увеличивает макроэкономические риски в экономике как развивающихся, так и трансформирующихся стран, подставляя ее под неожиданные шоки или делая жертвой меняющихся симпатий инвесторов, в том числе спонтанной реакции на кризис в других странах (так называемый инфекционный эффект). Это увеличивает риск глобальной нестабильности на мировых финансовых рынках, спровоцированных несовершенством этих рынков. Паническая цепная реакция, вроде той, которая наблюдалась в результате азиатского, российского и ипотечного кризиса в США, нанесла существенный ущерб как отдельным странам, так и мировой экономике в целом, что в случае с США привело к глобальному экономическому кризису и рецессии. По мнению ряда экономистов, для развивающихся стран выгоды от либерализации движения капитала необязательны, а потенциальный риск огромен.

Большие переливы капиталов могут быть особенно опасными для стран, имеющих слабый и плохо отрегулированный финансовый сектор, а также сектор предприятий, не работающих в условиях жестких бюджетных ограничений. Поэтому способность экономики абсорбировать существенный приток капитала весьма ограничена. Все приведенные аргументы свидетельствуют в пользу постепенной и осторожной либерализации переливов капиталов.

Но в то же время существуют аргументы в защиту свободного перелива капитала. Во-первых, он способствует укреплению финансовых рынков. Мы имеем дело с эффектом, похожим на либерализацию торговли товарами: с одной стороны, она обуславливает несомненный хозяйственный рост за счет оптимального распределения ресурсов, но,

с другой стороны, увеличивает чувствительность каждого субъекта хозяйствования, участвующего в обмене, к внешним шокам.

Во-вторых, свободный перелив капитала способствует развитию международной торговли, зарубежных инвестиций, расширяя ассортимент финансовых инструментов, обслуживающих торговые сделки и инвестиционную деятельность, и тем самым дополнительно стимулируя экономический рост. В-третьих, он способствует диверсификации и улучшению структуры активов и пассивов в финансовых институтах с точки зрения их временной и валютной составляющих. Это касается стран, как экспортирующих, так и импортирующих капитал.

Свободный перелив капитала ограничивает суверенность как внутренней экономической политики, так и внутренней политики вообще. Этот эффект может быть полезным для многих развивающихся и посткоммунистических стран, характеризующихся политической нестабильностью, незрелостью демократических институтов и отсутствием ясной поддержки стабильной макроэкономической политики. При этом политики должны взять большую ответственность за обещания и предпринимаемые действия, а профсоюзы — содействовать увеличению зарплаты и социальных выплат.

Опасение перед спекулятивными атаками обычно приводится в качестве убедительного аргумента против проведения сложных реформ, сокращения общественных расходов, ликвидации привилегий, дерегулирования, улучшения стандартов бухгалтерского учета, банковского надзора и т.д. В этом случае можно только повторить слова Рудингера-Дорнбуша, что «рынок капиталов выполняет важную функцию надзора по отношению к экономической политике. Страны, которые проводят обоснованную экономическую политику и имеют нормально функционирующие хозяйственные институты, увеличивают свои шансы на снижение рисков, вытекающих из наличия у них открытых финансовых рынков» [2].

Приведенные аргументы склоняют к формулированию следующей гипотезы: хотя экономические, политические и социальные издержки возможного финансового кризиса достаточно высоки, угроза возникновения такого кризиса может оказывать «дисциплинирующее» воздействие. Кризис наказывает, с одной стороны, правительство и политиков за безответственную, иной раз несбалансированную внутреннюю экономическую политику (как это было во время кризиса британского фунта стерлингов в 1992 г.), а с другой стороны, ударяет по инвесторам, склонным к чрезмерным рискам в размещении своих или чужих средств (как это было в период ипотечного кризиса в США в 2008 г., переросшего в мировой финансовый кризис).

Все сказанное приводит к общему выводу, что потенциальные экономические выгоды (в особенности долговременного характера) от либерализации оборота капитала превышают издержки, связанные с рисками, к которым приводит слишком быстрая интеграция финансового сектора с международным рынком. В связи с этим можно прогнозировать, что все больше стран будут вводить полную конвертируемость своих валют. Контроль над переливом капитала не представляется реалистическим методом решения дилеммы, описанной в «невозможном к существованию треугольнике».

Полная конвертируемость национальной валюты в условиях глобализации экономики означает, что центральный банк данной страны вынужден на практике конкурировать с другими центральными банками (особенно это касается крупнейших эмиссионных центров, таких как Федеральная резервная система США или Европейский центральный банк), чтобы убедить хозяйствующих субъектов (включая домашние хозяйства), что эмитированные им обязательства в виде национальной денежной единицы достойны не меньшего внимания, чем доллары и евро.

Эффективная возможность арбитража между различными валютами (даже внутри страны) нарушает монополию центрального банка на эмиссию платежных средств и получение квазифискального дохода в форме сеньоража. Это относится и к странам, осуществляющим контроль над переливом капитала.

Жестким ограничениям подвергается возможность использования денежно-кредитной политики для достижения иных целей, чем обеспечение стабильности цен или иностранной валюты. Если центробанк поставит целью денежно-кредитной политики стимулирование спроса для обеспечения экономического роста и снижения безработицы или занижение курса национальной валюты с целью ускорить развитие экспорта, то владельцы финансовых активов вполне закономерно сочтут, что политика такого типа приводит к росту инфляции и обесцениванию стоимости их имущества, и постараются перевести свои средства в другую валюту. Особенно это касается стран со слабой макро- и микроэкономической базой.

Заключение

Из изложенного вытекает, что сохранение суверенитета в сфере денежной политики становится благоразумным решением только для очень крупных экономик и интеграционных объединений, таких как США, Япония и Евросоюз, а также некоторых других стран, которые смогли достичь высокой международной репутации своих валют. Это касается, например, Швейцарии, Канады, Австралии, Новой Зеландии, Великобритании (если последняя примет решение и дальше оставаться вне зоны евро), а также некоторых крупнейших азиатских стран, таких как Китай, Индия или Южная Корея. Для остальных стран, в особенности развивающихся или постсоциалистических, остаются два пути: непосредственно или опосредованно (через институт валютного управления) присоединиться к одной из главных валют или проводить достаточно жесткую денежно-кредитную политику, направленную на обеспечение стабильности цен и валютного курса. В Республике Беларусь свободный перелив капитала затруднен вследствие жесткого административного регулирования и неразвитости финансовых рынков. В связи с этим Национальный банк Республики Беларусь может проводить относительно независимую денежно-кредитную политику. Однако в условиях формирования ЕврАзЭС и развития финансовых рынков на территории нашей страны свобода маневра Национального банка Республики Беларусь в формировании денежно-кредитной политики существенно уменьшится. Денежно-кредитная политика должна будет служить только двум целям — обеспечению стабильности цен и валютного курса.

Литература

1. *Frankel, J. A.* No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times / J. A. Frankel // NBER Working Paper. — 1999. — № 7338. — P. 172–187.
2. *Dornbush, R.* «Capital Controls: An Idea Whose Time is Past», Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? / R. Dornbush // Essays in International Finance. — 1998. — № 207. — P. 48–59.
3. *Mankiw, G.* Principles of Microeconomics / G. Mankiw. — Harcourt : Harcourt Brace College Publishers, 1998.
4. *Mundell, R.* Theory of optimum Currency Areas / R. Mundell // American Economic Review. — 1961. — Vol. 51, № 4. — P. 657–665.
5. *Войтешенко, Б. С.* Либерализация денежно-кредитной политики в странах Центральной и Восточной Европы на этапе рыночных реформ / Б. С. Войтешенко // Экономический рост Республики Беларусь: глобализация, инновационность, устойчивость : материалы VI Междунар. науч.-практ. конф., Минск, 15–16 мая 2013 г. : в 2 т. / Белорус. гос. экон. ун-т ; редкол.: В. Н. Шимов (отв. ред.) [и др.]. — Минск, 2013. — Т. 2. — С. 23–24.
6. Макроэкономическое регулирование в условиях Единого экономического пространства : моногр. / А. И. Лученок [и др.]; под науч. ред. А. И. Лученка. — Минск : Беларус. навука, 2013.

Статья поступила в редакцию 23.12.2014 г.