

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА



О.И. РУМЯНЦЕВА

ФИНАНСОВАЯ ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ В СТРАНАХ С ТРАНСФОРМАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКОЙ

В современных условиях, характеризующихся усилением процессов глобализации, существенно возрастает роль финансовых рынков, появляются новые международные тенденции, характерные для глобализации в финансовой сфере. Среди них нужно отметить растущие потоки трансграничного капитала, усиливающуюся взаимозависимость национальных и мирового финансовых рынков, гипертрофированное увеличение отдельных их сегментов (например, фондового и особенно — производных инструментов). В итоге, развитие процессов финансовой глобализации, с одной стороны, накладывает объективные ограничения на проведение национальной денежно-кредитной политики, с другой — увеличивает вероятность возникновения кризисов как на национальном, так и международном уровнях (ярким примером является последний кризис, начавшийся осенью 2007 г., одним из механизмов распространения которого на мировых финансовых рынках стали производные финансовые инструменты). В этой связи особый интерес представляет теоретический анализ денежно-кредитной политики в новых реалиях функционирования финансовых рынков, переоценка (актуализация) ряда теоретических взглядов в отношении места и роли денежно-кредитной политики страны в условиях финансовой глобализации.

Под термином «финансовая глобализация» мы будем подразумевать растущую интеграцию мирового финансового рынка, проявляющуюся в расширении сети международных финансовых институтов, среди которых в лидеры выбиваются несколько международных центров — «локомотивов» мировой финансовой и банковской экономики, существенно влияющих на проведение национальной денежно-кредитной политики. В результате финансовой глобализации уменьшаются регулятивные возможности национальных монетарных органов, так как происходит сближение в определенное время цен и качества на конкретный финансовый продукт во всем мире. Итак, в наиболее общем виде под финансовой глобализацией будем понимать растущее объединение национальных экономик в единый общемировой финансовый рынок.

Оксана Игоревна РУМЯНЦЕВА, кандидат экономических наук, доцент, зав. кафедрой денежного обращения, кредита и фондового рынка Белорусского государственного экономического университета.

В то же время растут и риски финансовой глобализации*, учет которых особенно важен для стран с нестабильными и неконкурентными рынками, что провоцирует дополнительные национальные риски проявления глобальных тенденций (например, валютная либерализация — одна из ведущих движущих сил финансовой глобализации — сопровождается возрастанием валютных рисков для таких стран).

В результате, можно утверждать, что деятельность центральных банков как органов управления внутренним денежным обращением во многом обусловлена не только развитием финансовых секторов национальных экономик, но и усилением глобализации и интеграции финансовых рынков, повышением мобильности трансграничных капиталов. Рост доступности финансовых ресурсов на международном уровне, либерализация движения капиталов и появление новых финансовых инструментов значительно расширили зону ответственности национальных центральных банков, переместив в определенной степени границы проводимой ими денежно-кредитной политики с национального на глобальный уровень.

Для оценки особенностей денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации чаще всего прибегают к использованию модели Манделла — Флеминга, в которой рассмотрены эффекты государственной стабилизационной политики (монетарной и бюджетно-налоговой) с учетом внешней торговли и движения капитала**. Модель отражает движение капитала, происходящее в ответ на разницу процентных ставок между странами, и реакцию чистого экспорта на динамику реального обменного курса.

В итоге, делается достаточно известный вывод о зависимости эффективности денежно-кредитной политики от выбранного режима валютного курса: в условиях совершенной мобильности капитала монетарная политика является эффективной только при свободном курсообразовании (соответственно бюджетно-налоговая политика — при фиксированном обменном курсе).

Кратко напомним суть данного теоретического подхода, в основе которого лежат два важных допущения, а именно, совершенная мобильность капитала и малая открытая экономика***. Модель описывается следующими уравнениями:

$$Y = G + A(Y_1, R_n, e); \quad (1)$$

$$D + R = L(Y, r_n); \quad (2)$$

$$R_n = R_i. \quad (3)$$

В соответствии с формулой (1) национальный доход (Y) определяется суммой расходов государственного сектора (G) и дохода частного сектора (A). В формуле (2) предложение денег ($D + R$) соответствует спросу на них со стороны экономики (L), который зависит от национального дохода и от учетной ставки. При этом формула (2) определяет предложение денег ($D + R$)

*В настоящее время выделяют следующие виды рисков, сопряженные с либерализацией национальных финансовых и денежно-кредитных систем: валютный риск, риск бегства капитала, риск уязвимости к шокам, риск «заражения» и риск утраты суверенитета [1, 68].

**Роберт Манделл в нескольких статьях и позднее в книге «Международная экономика» (Mundell, 1968) разработал свой анализ монетарной и фискальной политики в открытых экономиках. Маркус Флеминг в течение многих лет возглавлял исследовательский отдел МВФ. Примерно в одно время с Манделлом Флеминг опубликовал аналогичную работу о стабилизационной политике в открытых экономиках (Fleming, 1969). В результате, современные учебники часто ссылаются на «модель Манделла — Флеминга».

***В экономической литературе под малой экономикой принято понимать такую экономику, которая в силу своего размера не может оказывать существенного влияния на мировые экономические показатели: цены, процентные ставки, деловую активность и пр.

как сумму находящихся в активах центрального банка облигаций национального правительства (D) и валютных резервов (R).

При абсолютной мобильности капитала допускается, что местные и иностранные финансовые активы — совершенные заменители. Поэтому, в соответствии с формулой (3), арбитраж на финансовых рынках ведет к уравниванию национальных (R_n) и иностранных (R_f) ставок процента*. В таком случае, если процентная ставка в одной стране падает ниже (растет выше) иностранной, стихийно возникающий отток (приток) капитала в условиях совершенной мобильности капитала снова уравнивает эти две ставки.

В модели сделано допущение, что G представляет собой упрощенный вариант бюджетно-налоговой политики, а D — такой же упрощенный вариант монетарной политики. Соответственно эти параметры модели контролируются правительством и центральным банком.

Со своей стороны соотношение между обменным курсом (e) и валютными резервами (R) зависит от режима обменных курсов. В условиях фиксированного обменного курса национальной валюты центральный банк удовлетворяет спрос экономических агентов на иностранную валюту в требуемых пределах, проводя в случае необходимости интервенцию на валютных рынках, что ведет к изменению величины резервов. В этом случае обменный курс (e) оказывается контрольной (определяемой центральным банком) переменной, а R , в свою очередь, производной (зависимой) переменной.

Экспансионистские меры фискальной политики (рост расходов государственного сектора) в условиях фиксированного курса активизируют экономический рост и национальный доход без негативных проявлений эффекта вытеснения: растущей учетной ставки и усиления местной валюты. Рост национального дохода (Y) в этом случае напрямую определяется G , поскольку R_n задается мировым рынком, а e — намерением поддерживать определенный (фиксированный) обменный курс (см. формулу (1)). В этих условиях монетарная политика лишь приспособливается к изменению спроса на иностранную валюту, определяется внешними факторами (динамикой движения капитала), следовательно, она теряет независимость и эффективность.

Более того, проводимая при фиксированном курсе экспансионистская монетарная политика (более высокое значение D) снижает национальные процентные ставки, что вызывает отток капитала, повышая спрос на иностранную валюту. В результате, центральный банк, вынужденно проводя валютную интервенцию, для смягчения ее последствий стерилизует денежную массу в национальной валюте. Таким образом, изменения D полностью компенсируются противоположно направленным изменениям R , т.е. в условиях фиксированных обменных курсов монетарная политика влияет не на предложение денег, а только на структуру активов центрального банка.

Единственный вариант, когда в условиях фиксированного валютного курса денежно-кредитная политика сможет воздействовать на объем денежной массы — это проведение единовременной девальвации или ревальвации. Однако учитывая совершенную мобильность капитала (что является условием рассматриваемой модели), достигнутый желаемый эффект может быть только временным, тогда как подобные монетарные меры неизбежно снизят доверие к политике центрального банка.

В условиях применения плавающего обменного курса, определяемого валютным рынком, центральный банк воздерживается от валютных интервенций и поддерживает валютные резервы на заданном уровне. Формально R становится внешней заданной переменной (константой), а e — за-

*При условии отсутствия высоких рисков и инфляционных ожиданий, учитываемых в национальных процентных ставках.

висимой переменной. В этом случае наибольшей эффективностью обладает именно монетарная политика. Теперь экспансионистская монетарная политика способствует подъему экономической активности в стране, так как в условиях режима плавающего валютного курса рост денежного предложения, вызывая снижение учетной ставки и усиливая тенденции оттока капитала за рубеж, ослабляет национальную валюту и обеспечивает рост чистого экспорта.

Фискальная политика в этих условиях эффекта не дает. В ответ на изменения в движении потоков капитала и обменных курсах ее влияние на спрос при постоянстве монетарной политики полностью компенсируется противоположно направленными изменениями чистого экспорта, входящего в спрос частного сектора (А). В результате, изменение фискальной политики влияет только на состав, но не на величину совокупного спроса.

Подводя итоги рассмотрения данной модели, еще раз подчеркнем, что одной из ключевых ее допущений является гипотеза о совершенной мобильности капитала и полном совпадении внутренней ставки процента в малой открытой экономике с мировой*. При выполнении указанных условий сделаем следующий вывод: монетарная политика может быть эффективна лишь в той степени, в которой центральный банк допускает свободное движение валютного курса в рамках режима «управляемого плавания». При этом основным каналом трансмиссионного механизма воздействия денежно-кредитной политики на экономику является исключительно валютный курс, так как ставка процента при абсолютной мобильности капитала определяется не центральным банком, а мировым рынком.

Анализ модели Манделла — Флеминга приводит к следующим фундаментальным ограничениям национальной монетарной политики, действующим в условиях глобализации: денежно-кредитную политику можно направить либо на обеспечение внешней стабильности национальной валюты — цели по обменному курсу, либо на достижение внутренней ее составляющей — управлению уровнем цен, но не к обоим сразу. Эта концепция «несовместимости целей» стала в настоящее время аксиомой для экономистов.

Однако еще раз подчеркнем, что данная аксиома верна лишь при условии наличия абсолютной мобильности капитала (З), что может быть только частным случаем. На практике же те или иные валютные ограничения, используемые в стране и снижающие мобильность капиталов, в определенной степени восстанавливают влияние монетарной политики на национальную экономику, позволяя центральным банкам использовать свои инструменты для регулирования объемов денежного предложения (а не только его структуры).

В отношении дилеммы целей денежно-кредитной политики (валютный курс — инфляция) для условий трансформационной экономики, характеризующейся несовершенной мобильностью капитала, необходимо отметить следующее. Управление валютным курсом может осложняться тем, что в отличие от процентной ставки, определяемой в этих условиях в основном центральным банком, обменный курс зависит от множества факторов, таких как динамика экспортно-импортных операций, экономическая ситуация в странах — торговых партнерах, девальвационные ожидания участников рынка, степень доверия к политике центрального банка и пр. Иначе, в настоящее время валютный курс все чаще рассматривается как цена актива, что подразумевает увеличение количества влияющих на него факторов, вплоть до различных «новостей», и характеризуется достаточно высо-

*В случае с большой открытой экономикой, которая может оказывать определенное влияние на мировую ставку процента (США, страны зоны евро, Китай), эффективность воздействия денежно-кредитной политики на национальную экономику будет определяться как промежуточный вариант между случаями закрытой и малой открытой экономики.

кой степени волатильности [1, 53]. Понятно, что это может снижать ожидаемый эффект воздействия на него инструментов денежно-кредитной политики.

Касательно управления уровнем цен следует отметить, что в странах с транзитивной экономикой, где финансовые рынки недостаточно развиты, банковская система недокапитализирована и в значительной мере зависима от зарубежного финансирования (носящего, в основном, краткосрочный характер), арсенал монетарных инструментов для регулирования инфляции очень ограничен. Так, использование для этого, например, механизма процентной ставки эффективно в развитых рыночных странах. В странах же с переходной экономикой названный механизм практически не работает: повышение центральным банком процентных ставок для снижения инфляции, как правило, незначительно влияет на последнюю как по причине слабо функционирующего процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, так и в силу значительной доли издержек в структуре цен. В то же время «урон» экономическому росту может быть весьма существенен. Кроме того, такая политика монетарных органов привлекает в страну краткосрочный (спекулятивный) иностранный капитал, который, не решая кардинально проблем роста капитализации национальной банковской системы, тем не менее, существенно повышает внешние (валютные) риски. Именно данная ситуация свойственна многим развивающимся странам и странам с переходной экономикой. Можно допустить, что финансовая глобализация, способствуя развитию национальных финансовых рынков, может оказывать определенное положительное влияние в усилении действия процентного канала в национальном трансмиссионном механизме. Но при последующем выравнивании цен на активы внутри экономики и на мировом финансовом рынке действие этого механизма перестанет быть определяющим, да и процентная ставка все в большей степени будет определяться мировой конъюнктурой [1, 53].

Бесспорно, монетарная политика может воздействовать на рост цен через кредитный канал, когда банки реагируют на снижение кредитной поддержки центрального банка соответствующей корректировкой объемов кредитования экономических агентов. Для центрального банка это не сложнее, чем воздействие через денежные агрегаты, поскольку в своем большинстве последние изменяются совместно с параметрами банковского кредита, так как отражают различные стороны консолидированного баланса банковского сектора.

Однако необходимо учитывать — в условиях трансформационной экономики неразвитость и слабость банковского сектора приводят к тому, что политика денежного сдерживания, ужесточения условий кредитного рынка, традиционно используемая при увеличении инфляции, в большей степени, чем в развитых странах, снижает предложение кредитов в экономике. Последнее, учитывая незначительность иных источников финансирования экономических агентов, более быстро, нежели в странах с развитой рыночной экономикой, находит негативное отражение в динамике экономического роста. Кроме того, денежный рынок наполняется квазиденьгами (бартер, взаимные неплатежи предприятий), которые, «смягчая» недоступность кредитов в периоды жесткой денежно-кредитной политики, тем не менее неизбежно ухудшают структуру национального денежного оборота. Поэтому нельзя не учитывать отмеченную специфику кредитного канала воздействия денег на реальный выпуск при использовании политики сокращения кредитного предложения со стороны центрального банка в условиях переходной экономики.

Необходимо подчеркнуть, что по сравнению с сектором, ориентированным на внутреннее потребление (сектор так называемых неторгуемых товаров), в меньшей степени вышеотмеченное касается экспортно-ориенти-

рованных предприятий. Последние в условиях глобализации получают возможность привлекать ресурсы из-за рубежа, т.е. ограничения по кредиту, действующие в рамках национальной экономики, в определенной степени ослабевают. В отличие от экспортно-ориентированных отраслей и предприятий, имеющих выручку в иностранной валюте и соответственно гарантированный доступ к национальной валюте, сектор, ориентированный на внутреннего потребителя, более «болезненно» реагирует на регулирование цены кредита и на его рационализацию. Это связано с тем, что он в основном может полагаться только на внутренние финансовые источники. *(Однако не следует забывать, что при экономических потрясениях, в условиях резкого сокращения внешнего финансирования кредитные ограничения имеют место уже для всех экономических агентов на национальном уровне).*

В свою очередь задействие возможностей кредитного канала монетарной политики предполагает не только использование кредитных ограничений, но и расширение кредитного предложения со стороны центрального банка для усиления деловой активности в экономике, активизацию роли центрального банка в обеспечении реального выпуска и экономического роста. В этой связи актуально обращение к работам Дж. Тобина и Р. Харрода, где на теоретическом уровне обосновывается активная роль государства (центрального банка) в денежно-кредитном регулировании.

Напомним, что Дж.М. Кейнс в своих исследованиях опирался на гипотезу о равновесии спроса и предложения на различных рынках, поэтому его подход был в некотором роде статичным [2, 342]. В отличие от Кейнса, Р. Харрод разработал динамический вариант кейнсианской теории, предложив модель экономического роста, в которой расширил представления о норме сбережений и коэффициенте капиталоемкости (а именно, количестве капитала, необходимом для увеличения выпуска на единицу), определяющих темп экономического роста [3, 148].

В наиболее общем виде фундаментальное уравнение Р. Харрода показывает, что темп прироста дохода (или выпуск продукции) прямо пропорционален доле сбережений и обратно пропорционален капиталоемкости. Заметим, что в уравнении экономической динамики, предложенном Р. Харродом ($G = S/C$), норма сбережений (S) связана с темпом роста (G) через коэффициент капитала (C), представляющий собой отношение чистого прироста капитала (инвестиции за вычетом возмещения износа основного капитала) к приросту чистого дохода (валовой доход за вычетом потребления основного капитала). Поскольку коэффициент капитала по мере накопления последнего не является неизменной величиной, можно рассматривать тезис о совпадении темпов роста капитала и темпов роста совокупного дохода как упрощающее допущение, приемлемое лишь на определенной стадии анализа.

В модели Р. Харрода представлено четыре различных темпа роста реального выпуска: гарантированный, фактический, естественный и оптимальный. Гарантированный рост обеспечивается полной загрузкой производственных мощностей, причем в исследовании Р. Харрод показал, что его задает преобладающая в обществе норма сбережений (при условии некоего условно-постоянного коэффициента капиталоемкости). Речь идет о том, что гарантированный рост обеспечен (гарантирован) добровольными сбережениями экономических агентов. В то же время гарантированный рост далеко не всегда совпадает с фактическим. Более того, расхождение этих величин в модели Р. Харрода имеет тенденцию не сглаживаться, а, напротив, нарастать, что ведет к общей неустойчивости системы [4, 124]. Помимо этого Р. Харрод рассматривает и естественный экономический рост, кото-

рый возможен при полной занятости трудовых ресурсов. Он определяется темпом роста предложения труда и темпом роста его производительности.

Для того чтобы рост был оптимальный (полностью были загружены рабочая сила и производственные мощности), должно обеспечиваться равенство фактического, гарантированного и естественного роста. Однако понятно, что все они определяются независимыми друг от друга факторами и совпасть могут лишь случайно. Так, гарантированный рост диктуется имеющимися сбережениями, фактический рост определяется произведенными инвестициями, а естественный — задается экономической политикой в сфере трудовых ресурсов. Согласно Р. Харроду, возможна ситуация, когда гарантированный темп роста меньше естественного, что создает ситуацию хронической безработицы. Расхождения же гарантированного и фактического темпов роста создают циклические колебания (недогрузка мощностей или «перегрев» экономики). В результате, модель Р. Харрода иллюстрирует постоянную циклическую, а значит, и долгосрочную нестабильность экономики. Преодоление разрыва между обеспеченным, оптимальным и фактическим темпами роста Р. Харрод связывал с активной монетарной политикой центрального банка, предполагающей воздействие на уровень сбережений и инвестиций.

В свою очередь возможный механизм подобного влияния рассмотрел Дж. Тобин, показав в исследованиях связь монетарных и финансовых переменных с реальными инвестициями и агрегированным спросом в экономике в целом [5, 72]. Он ввел в теорию роста Р. Харрода денежную массу в виде государственных обязательств, которыми владеют люди наряду с капиталом, обосновал активную роль на финансовом рынке государственных финансовых посредников (правительства и центрального банка), удовлетворяющих часть спроса частного сектора на кредиты и инвестиции под относительно низкие проценты, что, согласно автору, позволяет снизить ставки процента и уменьшить приемлемую для инвесторов норму доходности в экономике в целом. В среднесрочной перспективе это создает предпосылки для эффективного функционирования финансовых рынков и реального сектора, делает экономический рост более стабильным, приближает его к оптимальной траектории.

Американский экономист объяснял устойчивость экономического роста не столько возможностью взаимного замещения факторов производства, сколько взаимным замещением реальных и финансовых активов (инвестиций в финансовые и реальные активы). Причем желание минимизировать риски заставляет инвесторов диверсифицировать свои портфели без ориентации только на высокодоходные активы, что обеспечивает устойчивость спроса со стороны экономических агентов на активы различной доходности. Со своей стороны доходность инвестиций зависит от доходности альтернативных активов, и соответственно государство может влиять на доходность первых, обеспечивая желаемый (приемлемый) для инвесторов ее уровень путем проведения активной финансовой политики.

Итак, Дж. Тобин наряду с реальным капиталом вводит в своем анализе альтернативные финансовые активы, использование которых дает возможность показать механизм поддержания со стороны государства спроса на реальный капитал (желаемого объема инвестиций), от которого зависит как краткосрочный, так и долговременный экономический рост. Согласно данному подходу, важно воздействие центрального банка на выбор экономических агентов между физическими благами (капиталом), с одной стороны, и монетарными активами — с другой. Поясним это на графике (рис. 1) [5, 74].

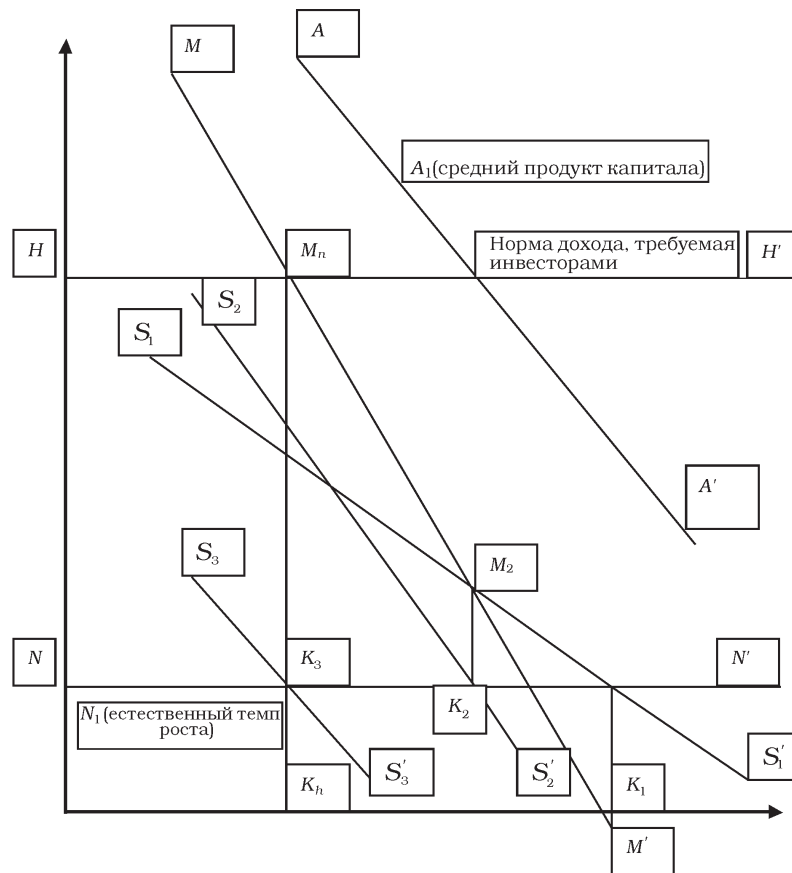


Рис. 1. Нормы дохода на капитал и нормы сбережений в зависимости от капиталоемкости

По горизонтали здесь отложен показатель «интенсивность капитала», т.е. величина капитала на 1 человеко-час труда; по вертикали — норма дохода на капитал и норма сбережений из каждой единицы капитала. Линия MM описывает поведение предельного продукта капитала, который можно условно приравнять к доходности дополнительных (предельных) инвестиций. Она имеет отрицательный наклон, так как рост инвестиций ведет к увеличению интенсивности капитала, приходящегося на 1 человеко-час труда, и соответственно падению доходности предельных инвестиций. Это допущение согласуется с кейнсианской гипотезой снижения предельной эффективности капитала по мере роста инвестиций. Кривая HH' показывает некоторый, приемлемый для инвесторов, уровень доходности инвестиций. Пересечение ее с MM определяет допустимую для вышеописанных условий при доходности инвестиций, равной M_n , интенсивность капитала, равную K_n . Линия AA' описывает изменение среднего продукта капитала по мере роста капиталоемкости, и также имеет отрицательный наклон (т.е., средний продукт капитала убывает по мере роста капиталоемкости). Кривые S_1S_1' и S_2S_2' описывают поведение экономических агентов в отношении сбережений при разных допущениях. Так, линия S_1S_1' проведена при допущении, что сбережения экономических агентов составляют постоянную долю среднего продукта капитала. В свою очередь S_2S_2' — при допущении, что доля сбережений в доходе по мере снижения последнего неизбежно будет снижаться. Линии S_1S_1' и S_2S_2' имеют отрицательный наклон, так как вслед за средним продуктом капитала, который убывает с ростом его капиталоемкости, сбережения также снижаются, поскольку являются частью среднего продукта капитала [5, 75].

На первом этапе Дж. Тобин показывает случай, когда единственной формой инвестиций выступают вложения в реальный капитал. Им сделано допущение о превышении сбережений над оптимальным уровнем инвестиций, что ведет к недостаточному спросу и неполной занятости факторов производства. В свою очередь равновесный темп роста может быть достигнут в точке пересечения $S_1S'_1$ ($S_2S'_2$) и NN' , отражающей экзогенно определяемый трудовыми ресурсами естественный темп роста. Из рис. 1 видно, что если сбережения представлены кривой $S_1S'_1$, доходность инвестиций в точке пересечения с линией NN' оказывается отрицательной (точка M_1 ниже горизонтальной оси). В случае, если сбережения отражаются линией $S_2S'_2$, доходность инвестиций, будучи положительной, тем не менее значительно ниже требуемой инвесторами.

Следующий этап анализа — переход от немонетарной модели экономического роста к монетарной, включающей предложение денег со стороны государства, а также спрос на деньги со стороны экономических агентов как на инвестиции, альтернативные реальному капиталу. Используя возможности, предоставляемые монетарной сферой, правительство может воздействовать на экономическую систему следующим образом: во-первых, расширить спрос в экономике путем переориентации частных сбережений для целей дефицитного финансирования государственных расходов и соответственно уменьшения доли сбережений, направляемых в реальный капитал (сдвинуть вниз кривую $S_1S'_1$ ($S_2S'_2$)); во-вторых, снизить приемлемую для инвесторов предельную доходность инвестиций (сдвинуть вниз линию NN' на рис. 1). Монетарные факторы будут в итоге воздействовать на экономическую систему двояко: уменьшать объем избыточных сбережений, предназначенных для инвестиций в реальный капитал, и способствовать снижению его приемлемой доходности. Тем не менее Дж. Тобин в своей модели рассматривает только первое, считая, что уровень приемлемой доходности инвестиций остается без изменений.

Использование денег как альтернативного источника инвестиций приводит к сдвигу линии $S_1S'_1$ в положение $S_3S'_3$, где $S_3S'_3$ отражает спрос на инвестиции в условиях использования правительством дефицитного финансирования своих расходов. Теперь пересечение кривой $S_3S'_3$ и линии естественного роста NN' отражает доходность инвестиций, достаточную для инвесторов (точка пересечения кривых $S_3S'_3$ и NN' (K_3)) проецируется на кривую MM' в месте ее пересечения с кривой HH' (рис. 1).

Итак, в случае превышения сбережений над оптимальными инвестициями государству необходимо стимулировать агрегированный спрос в экономике методами финансовой политики. Это позволит привести в равновесие сбережения и инвестиции, т.е. обеспеченный и естественный темпы экономического роста.

На рис. 2 представлен вариант определения величины финансового вмешательства государства, необходимого для сдвига линии $S_1S'_1$ в положение $S_3S'_3$. По горизонтальной оси здесь отложен располагаемый доход на единицу капитала, по вертикальной оси — сбережения на единицу капитала. Точка (Y_n) отражает величину доходности инвестиций, приемлемой для инвесторов (напомним, что на рис. 1 это линия NN'). Кроме того, g — это расходы правительства в условиях сбалансированного бюджета, а $(1 - g)$ — расходы частного сектора. Тогда величина $[Y_n (1 - g)]$ представляет собой располагаемый доход частного сектора (доход после уплаты налогов) на единицу капитала при условии, что средний продукт капитала равен (Y_n) [5, 77]. Сбережения на единицу капитала, соответствующие этому уровню располагаемого дохода, равны $S_n(1 - g)$. Напомним, что исходя из допущения, принятого при построении рисунков 1 и 2, эти сбережения избыточны относительно инвестиций, соответствующих естественному темпу роста n . В этой связи дефицитное финансирование правительством части своих расходов (d_n) позволит сбалансировать сбережения и инвестиции. Величи-

на этого дефицита должна быть такой, чтобы сумма показателя d_n и сбережений частного сектора, соответствующих оптимальному темпу роста (S'_n), равнялась желаемому объему сбережений частного сектора $S_n(1-g)$.

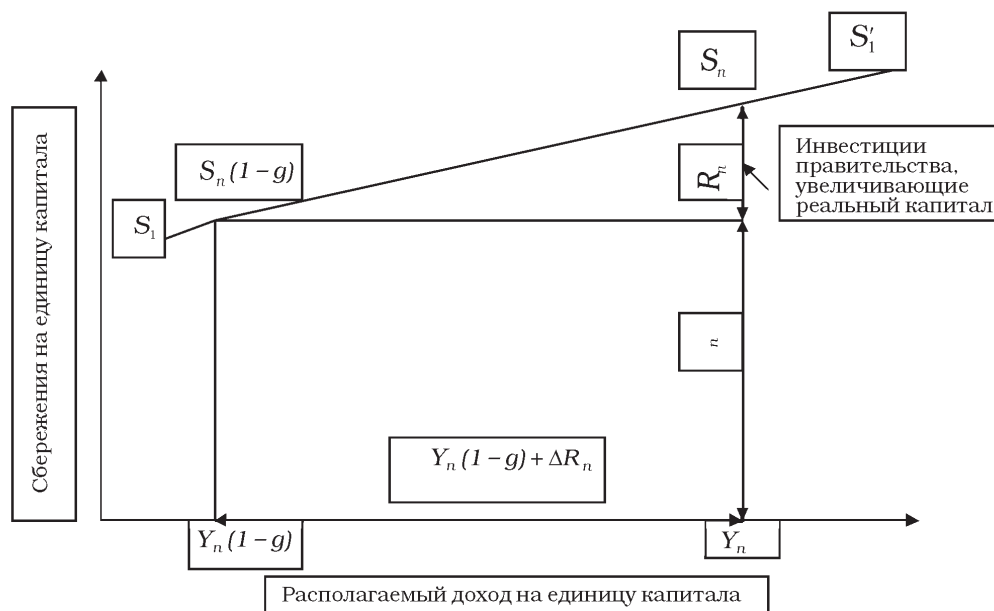


Рис. 3. Определение размера государственных инвестиций, необходимого для обеспечения равновесия сбережений и инвестиций частного сектора

В результате, обеспеченные инвестиции частного сектора при заданном уровне приемлемого дохода на капитал в сумме с обязательствами правительства будут равны обеспеченным сбережениям.

Еще раз подчеркнем, что данная ситуация отражает действия правительства и центрального банка в условиях превышения обеспеченного роста над оптимальным. Но возможна и иная ситуация, в большей степени характерная для переходных и развивающихся стран, когда обеспеченный рост ниже его оптимального уровня.

В этом случае правительство с целью обеспечения макроэкономического равновесия должно дополнить недостающую величину обеспеченных (желательных) сбережений частного сектора за счет собственных ресурсов (перераспределения доходов бюджета, кредитов центрального банка или заимствований из-за рубежа) (рис. 3). Отметим, что политика расширения денежного предложения воздействует и на уровень приемлемой для инвесторов доходности на единицу капитала. Так, увеличение предложения денег со стороны монетарных органов (при прочих равных условиях) ведет к росту депозитов и свободных банковских резервов. Банки увеличивают кредиты и инвестиции в ценные бумаги. Спрос банков на активы, приносящие процент, увеличивается, ставка по кредитам и доходность ценных бумаг снижается. Как следствие, снижается и приемлемая для инвесторов доходность капитала.

Банки всегда делают выбор между приростом свободных резервов ликвидности (в центральном банке) и увеличением активов, приносящих доход (кредитов и инвестиций). Однако этот выбор в значительной степени зависит от ставки рефинансирования центрального банка. Если она существенно ниже доходности краткосрочных, высоколиквидных активов, приносящих процент, банки предпочтут наращивать инвестиции в ценные бумаги, а также кредитовать экономических агентов, сокращая свободные резервы ликвидности.

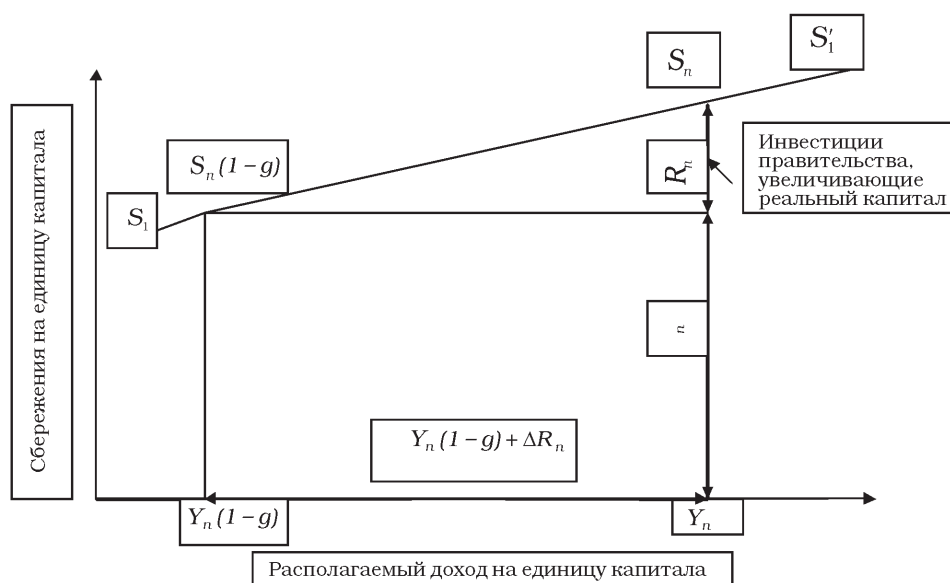


Рис. 3. Определение размера государственных инвестиций, необходимого для обеспечения равновесия сбережений и инвестиций частного сектора

Если ставка рефинансирования выше доходности по вложениям в реальную экономику, банки в целях предосторожности будут увеличивать свободные резервы ликвидности.

Итак, снижение ставки рефинансирования побуждает банки сокращать чистые свободные резервы, увеличивая задолженность перед центральным банком и замещая свободные резервы доходными активами, например, краткосрочными обязательствами правительства или центрального банка. Увеличение спроса банков на доходные активы ведет к повышению их цены и снижению доходности. В итоге, вслед за снижением ставки рефинансирования понижаются все процентные ставки, включая приемлемую для инвесторов доходность капитала, хотя не в точной пропорции к первоначальному снижению дисконтной ставки. Повышение ставки рефинансирования вызывает противоположный эффект: банки увеличивают свободные резервы, а экономические агенты уменьшают депозиты на величину кратную увеличению банковских свободных резервов; ставки по доходным активам повышаются.

Однако политика расширения денежного предложения путем снижения ставки рефинансирования не всегда может достигать поставленной цели — снижения доходности активов. Возможности центрального банка по использованию инструментов монетарного регулирования ограничиваются «качеством» рыночной и, в частности, финансовой инфраструктуры страны. В странах с переходной экономикой они, как известно, достаточно жестко ограничены, а денежный рынок в определенной степени характеризуется информационной асимметрией, что неизбежно вызывает у его участников реакцию рационалирования кредита. Причем масштабы такого рационалирования кредита могут быть очень существенными [6, 41]. Банки могут не реагировать на снижение ставки рефинансирования повышением спроса на рефинансирование центрального банка, если, например, слишком велики риски размещения средств среди экономических агентов. Кроме того, существенная доля привлеченных ресурсов направляется в операции не инвестиционного, а спекулятивного характера, что ведет к снижению объема потенциального кредитного предложения и завышению процентных ставок. Рынок в этом случае не работает на экономику и инновации [6, 42, 44].

Использование в странах с переходной экономикой так называемых рыночных методов регулирования, как было уже отмечено, весьма ограничено. Так, операции на открытом рынке в подобных странах не играют, как правило, сколько-нибудь заметной роли в воздействии на рынок, прежде всего из-за несовершенства самого финансового (и фондового, в том числе) рынка. Кроме того, использование переходными странами режима таргетирования обменного курса предполагает, что эмиссионная политика как инструмент регулирования рынка и воздействия на реальный выпуск практически не используется. По той же причине общий объем денежного предложения напрямую зависит от притока иностранной валюты.

Динамика ставки рефинансирования также далеко не всегда является определяющей для банков в отношении кредитования реального сектора, так как процентный канал в подобных экономиках существенно модифицирован. Помимо объективно существующих институциональных издержек центральные банки этих стран, оставаясь «в плену» монетаристских рецептов регулирования, зачастую поддерживают свои ставки изначально настолько завышенными, что даже проведенное их снижение по-прежнему может не отражать реальную ситуацию на денежном рынке.

В этой связи представляется актуальным вывод Дж. Тобина в отношении роли государства в подобной ситуации. По его мнению, центральный банк может воздействовать на ставку по кредитам и тем самым — на приемлемую для инвесторов доходность капитала, выступая не только в качестве заемщика, но и в качестве целевого кредитора, например, при помощи государственных агентств или кредитных институтов. Работая на рынке кредитов, последние будут снижать ставки по кредитам, поскольку «срабатывает» механизм конкуренции с частными кредиторами. Более того, в условиях рыночной и информационной несостоятельности активность отмеченных агентств и институтов позволит увеличить предложение кредита для развития национальной экономики, целенаправленно передать кредитные ресурсы тем категориям кредитополучателей, которые государство считает приоритетными.

Таким образом, в настоящее время, говоря о роли денежно-кредитной политики в развитии экономики, важно расширить ее понимание и рассматривать не только как средство обеспечения стабильности национальной валюты. При всей значимости этой цели нельзя забывать и о кредитной составляющей денежно-кредитной политики, о роли кредита в воспроизводственном процессе. Кредит — это не только и не столько средство обеспечения непрерывности производства. Его специфическое назначение состоит в ускорении, интенсификации воспроизводства [7, 167]. Недооценка этого аспекта на теоретическом уровне приводит, как нам представляется, к недостаточной эффективности практических мероприятий в области кредитной политики центрального банка с позиций достижения такой важнейшей конечной цели денежно-кредитного регулирования, как обеспечение экономического роста.

Данный аспект является еще и крайне значимым для минимизации таких негативных последствий глобализации, как мировой финансовый кризис. В условиях кризиса приток иностранного капитала сменяется его оттоком, и средства бюджета, а также эмиссионные кредитные ресурсы национальных центральных банков неизбежно становятся важными источниками развития базовых отраслей производства. Все это требует нового осмысления фундаментальных вопросов теории кредита, переоценки роли кредитной политики национальных центральных банков в современных условиях.

Литература

1. Головин, М. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации / М. Головин // *Вопр. экономики*. — 2008. — № 7.
2. История экономических учений: учеб. пособие / В. Автономов [и др.]; под ред. В. Автомова, О. Ананьева, Н. Макашевой. — М.: ИНФРА-М, 2000.

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.
□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.