

О.И. Румянцева

кандидат экономических наук, доцент

Г.С. Кузьменко

кандидат экономических наук, доцент

БГЭУ (Минск)

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯХ ПРЕОДОЛЕНИЯ ПОСЛЕДСТВИЙ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

В статье рассмотрено влияние кризиса на монетарную политику центральных банков. 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. Мировой кризис привел к переоценке функций центрального банка, а также обусловил изменения в целях, методах и инструментах денежно-кредитной политики. В современных условиях контроль за движением капитала также можно рассматривать в качестве полноценного инструмента антикризисной политики, который способствует укреплению экономической стабильности развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

In article influence of crisis on the monetary policy of the various countries is considered. Development of processes of financial globalization, on the one hand, imposes objective restrictions on carrying out of a national monetary and credit policy, with another — increases probability of occurrence of crises as on national, and international levels. World crisis has led to revaluation of functions of the central bank, and also has caused changes with a view of, methods and monetary and credit policy tools. In modern conditions control over capital movement also can be considered as the full tool of an anti-recessionary policy which can strengthen economic stability of developing countries.

Сегодня можно констатировать, что наиболее острая фаза глобального финансового кризиса завершилась благодаря согласованной политике ведущих мировых держав. Принятые правительствами антикризисные меры были очень масштабными и предусматривали, как правило, агрессивную денежную и бюджетную политику, т.е. значительные государственные расходы. Для поддержания экономик своих стран центральные банки существенно снижали процентные ставки и отменяли количественные ограничения, осуществлялась государственная поддержка национальных хозяйств, меры которой имели специфику по странам. Расходы ведущих стран мира по принятым к концу 2008 г. антикризисным программам были предусмотрены в сумме 9,4 трлн дол. США, что равнялось 15,2 % мирового ВВП. В 2009 г. масштабы государственной поддержки экономики, которую оказывали ведущие развитые и развивающиеся страны для стимулирования деловой активности, увеличились. В частности, к апрелю 2009 г. общий объем мер по финансированию финансового сектора по оценкам МВФ достиг 32 % мирового ВВП. При этом увеличение поддержки экономики означало резкое возрастание бюджетных дефицитов стран.

В области денежно-кредитного регулирования использовались как традиционные, так и нетрадиционные методы и инструменты, применение которых крупнейшими развитыми и развивающимися экономиками согласовывалось в рамках саммитов лидеров государств G20, а также встреч министров финансов и глав центральных банков этих стран. В частности, с развитием кризиса во многих странах наряду с существенным снижением ставки рефинансирования центральные банки приняли решение для достижения стабильности использовать в полной мере все инструменты монетарной политики,

в том числе нетрадиционные меры. Например, Федеральная резервная система уменьшила ставку рефинансирования до интервала от 0 до 0,25 %, Европейский центральный банк — до 1 %. Например, Европейский центральный банк (ЕЦБ) в числе нетрадиционных мер применил «расширенную кредитную поддержку» коммерческих банков, включающую политику неограниченного предоставления ликвидности по фиксированным ставкам для основных операций рефинансирования и операций со сроками 7 дней и 1 месяц, расширение списка принимаемых к залогоу активов и т.п. Кроме того, к нестандартным мерам ЕЦБ относится программа по рынкам ценных бумаг (Securities Markets Program), в рамках которой ЕЦБ приобрел государственных облигаций на сумму 63 млрд евро, чтобы обеспечить стабилизацию рынков суверенных долгов стран еврозоны. Интервенции на этих рынках проводились с целью восстановления доверия инвесторов к долговым обязательствам, выпускаемым правительствами стран еврозоны, имеющих значительный дефицит государственного бюджета.

Помимо этого, для ослабления воздействия кризиса на экономику и финансовую систему, многие центральные банки оказали непосредственную поддержку национальным экономикам путем предоставления ликвидности, а также взяли на себя функцию посредника при предоставлении государственного финансирования банкам и фондовому рынку (вместо денежного рынка и рынка капиталов).

Принятые меры помогли избежать волны банковских банкротств, однако были недостаточно эффективными с общеэкономической точки зрения и не помогли избежать экономического спада. Например, в первом квартале 2009 г. в США валовой внутренний продукт сократился на 5,7 %, а в странах ЕС — в среднем на 2,5 %. Процесс кредитования в докризисных масштабах до сих пор не восстановлен: банки использовали полученные средства по большей части не для кредитования экономики (на развитие производства и стимулирование потребления), а для компенсации кредитных рисков (на покрытие просроченных долгов, невыполненных обязательств и обесценившихся залогов). Это привело к сужению кредитного рынка, затруднило доступ предприятий к кредитным ресурсам (особенно предприятий среднего бизнеса). Между тем, как известно, именно кредитование создает основу для экономического роста.

В настоящее время достаточно широко распространена точка зрения, что избранные мировым сообществом меры по борьбе с финансовым кризисом, которые не имели альтернативы, в среднесрочной перспективе несут значительные инфляционные риски для мировой экономики. Предоставляя огромные объемы средств мировой экономике, национальные и национальные институты, по сложившемуся мнению, тем самым в значительной степени программируют наступление следующего кризиса в ближайшем будущем. Сейчас не до конца очевидны последствия принятых решений — в первую очередь, инфляционные последствия проведенной монетарной экспансии. Становится очевидным, что краткосрочные цели поддержания экономического роста зачастую противоречат долгосрочным задачам структурной перестройки экономики (в направлении снижения глобальных дисбалансов). Остается реальной опасностью суверенных дефолтов. Тем не менее подобная антикризисная государственная политика позволила многим странам быстро стабилизировать экономику и практически вернуться к предкризисным темпам развития.

Следует отметить, что развитие мировой экономики в 2010 г., специфика проявлений глобального кризиса в различных странах обусловили дальнейшую поляризацию точек зрения на характер и интенсивность антикризисных мер, которые необходимо предпринимать в настоящее время. В частности, правительство США полагает, что основное внимание необходимо уделять бюджетной поддержке национальных хозяйств в целях обеспечения экономического роста. В то же время европейские власти считают такие меры ошибочными и в качестве своего важнейшего приоритета рассматривают

сокращение бюджетных дефицитов. Так, например, глава Ж.-К. Трише придерживается мнения, что влияние мер по сокращению бюджетных дефицитов на экономический рост не может рассматриваться как негативное, так как это улучшит доверие экономических агентов к антикризисной политике. Таким образом, разногласия между ведущими странами мира касаются того, насколько быстро (в кратко- или среднесрочной перспективе) надо сокращать бюджетные дефициты без ущерба восстановлению мировой экономики.

Такие различия в подходах к современному антикризисному регулированию в США и странах Западной Европы во многом объясняются историческим опытом. Для США определяющим является опыт кризиса 30-х гг. XX в., под влиянием которого сложилось представление, что главную угрозу благополучию страны составляют стагнация, рецессия, депрессия. В связи с этим они принимают меры по стимулированию экономики, невзирая на увеличивающиеся бюджетные долги, поскольку опасаются того, что рецессия перерастет в депрессию.

Так, некоторые американские экономисты основную проблему выхода из кризиса видят не столько в проблеме накопленных долгов и угрозе «греческого сценария», сколько в продолжающемся снижении инфляции. В качестве примера приводится США, где по состоянию на начало мая 2010 г. основной индикатор инфляции составил менее 1 %, снизившись до минимального за 44 года значения. По их мнению, низкая инфляция, а тем более дефляция, консервируют экономический спад, так как в подобной ситуации население склонно сберегать средства, а не тратить их, из-за чего экономика становится депрессивной, что еще больше способствует развитию дефляции. Подобное развитие событий наблюдалось в Японии в 1990-е гг., и, несмотря на отдельные периоды роста, эта страна до сих пор не может решить проблему дефляции. Следует иметь в виду, что затяжная депрессия в США в условиях современной глобализации способна вызвать обострение внутренних противоречий в странах Европы и России — основных торговых партнерах Республики Беларусь.

Европейский подход к антикризисному регулированию формировался под влиянием иного опыта — инфляции, достигшей в веймаровской Германии уровня гиперинфляции, поэтому главные опасения европейцев связаны с ростом бюджетных дефицитов и долгов, которые могут стимулировать инфляционные процессы. Кроме того, социальная защищенность в европейских странах лучше, чем в США (всеобщее медицинское страхование, более высокие и долгосрочные пособия по безработице и т.д.). Это обходится дорого и инфляция может повысить стоимость социальных мер до уровня, когда бюджеты стран не смогут их финансировать, что чревато сильнейшими социальными потрясениями с разрушительными для экономик последствиями.

Тем не менее государственные долги вследствие расходов на преодоление кризиса постоянно растут, что привело к формированию мнения, что с 2009 г. происходит постепенная трансформация мирового финансово-экономического кризиса в суверенно-долговой. Например, А. Кудрин считает, что эти два вида кризисов тесно взаимосвязаны, поскольку растущие риски государственных дефолтов вследствие увеличения государственных расходов в свою очередь приводят к дестабилизации финансовых рынков. В связи с этим «уязвимым» странам необходимо провести неотложную фискальную коррекцию, а также составить среднесрочные программы минимизации государствами своих антикризисных «пакетов поддержки». Понятно, что сокращение государственной поддержки экономики может повлечь за собой некоторый спад. Однако затягивание фискальной консолидации до тех пор, пока это не начнет вызывать озабоченность рынков, также очень опасно, что видно из примера Греции.

Осенью 2009 г. на фоне некоторых позитивных тенденций развития экономических процессов дискутировался вопрос о том, следует ли начать прекращение активной под-

держки экономики, в том числе и центральными банками. Возобладало мнение, что поспешный отказ от стимулирующих мер может спровоцировать новое падение национальных экономик, поскольку неопределенность остается очень высокой, а позитивные тенденции еще очень не устойчивы. Несвоевременное прекращение поддержки может привести к росту инфляции, поэтому необходимо разрабатывать стратегию выхода из программ активного финансового стимулирования экономики, но их пока рано применять. Следует отметить, что выход из этих программ — очень сложная задача, поскольку некоторым странам с учетом падения ВВП, роста социальных расходов и снижения доходов не удастся легко сократить дефицит бюджета. Они будут вынуждены принимать болезненные меры для выхода из кризиса — либо снижать расходы, либо повышать налоги.

На саммите G20 в июне 2010 г. спор о необходимости сворачивания антикризисных мер обострился. США считают, что такой подход может привести к подрыву основ наметившегося экономического роста. Европейские страны, Китай и Япония пришли к мнению, что следует полностью отказаться от стимулирующих антикризисных мер и войти в режим жесткой экономии. Специалисты Банка международных расчетов (БМР) также считают, что центральным банкам ведущих стран необходимо возвращаться к докризисной монетарной политике, которая предусматривает более высокую ставку рефинансирования. Сохранение ставки на очень низком уровне, по их мнению, имеет свои издержки, которые увеличиваются со временем — это, наряду с ростом их бюджетной и государственной задолженности, может способствовать повторению рецессии.

Следует отметить, что мировой финансовый кризис и опыт антикризисного регулирования привел к переоценке функций центрального банка, а также обусловил изменения в целях, инструментах и методах денежно-кредитной политики. С развитием кризиса выяснилось, что приоритетные цели денежно-кредитной политики центральных банков большинства ведущих стран — обеспечение ценовой стабильности и устойчивого экономического развития — стали противоречить не менее важной цели поддержания общей финансовой стабильности.

Например, процентная политика, направленная на стимулирование экономической активности, одновременно способствовала росту цен на активы или формированию финансовых пузырей, что подрывало основы финансовой стабильности. Если же центральный банк ограничивал кредитную экспансию в целях борьбы с инфляцией, то он тем самым сдерживал темпы развития национальной экономики. В связи с этим стали высказываться предложения по включению цен на финансовые активы в систему целей центральных банков.

Следует отметить, что роль монетарных властей в формировании цен на финансовые активы в настоящее время является одним из наиболее острых вопросов в теории денежно-кредитной политики. В экономической литературе сформировались два подхода к данной проблеме.

1. Монетарные власти не должны таргетировать цены финансовых активов и использовать процентную ставку для снижения активности на фондовом рынке. Сторонники этого подхода (Б. Бернанке, М. Гертлер и др.) считают, что изменения цен финансовых активов должны затрагивать денежно-кредитную политику лишь в той степени, в которой они влияют на прогноз центрального банка по инфляции, т.е. предотвращение спекулятивной активности должно обеспечиваться не мерами денежно-кредитной политики, а регулированием фондового рынка. Использование процентной ставки для противодействия спекулятивным пузырям означало бы отрыв ее динамики от рентабельности в реальном секторе экономики. Негативные последствия для последнего также имело бы уменьшение денежного предложения в случае спекулятивных тенденций на фондовом рынке. Поэтому основные меры противодействия спекулятивным пузырям должны осуществляться мегарегуляторами фондового рынка.

2. Таргетировать цены финансовых активов необходимо, и монетарные власти для снижения активности на фондовом рынке могут использовать инструменты денежно-кредитного регулирования. Сторонники данного подхода (Н. Рубини, Ч. Гудхарт и др.) отмечают, что нельзя аргументировать отказ от противодействия спекулятивным пузырям тем, что существует значительная неопределенность, связанная с их возникновением. В то же время на практике могут возникнуть трудности в идентификации повышающихся тенденций на фондовом рынке. Они бывают не только спекулятивными, но и отражают фундаментальные факторы динамики стоимости корпораций, в том числе последствия технологических сдвигов. Вместе с тем динамика цен финансовых активов может находиться под давлением избыточной ликвидности в мировой экономике, и тогда рост цен активов будет проходить по тем же причинам, что и повышение потребительских цен. В этой связи Ч. Гудхарт предложил рассчитывать индекс инфляции с учетом биржевых котировок.

Кризис также выявил низкую эффективность инструментов антикризисного регулирования центральных банков в условиях нехватки ликвидности в банковской системе и на фондовом рынке. С началом развития кризисных явлений перестали проводиться операции на некоторых сегментах финансового рынка, что привело к потере ликвидности межбанковским рынком, банки стали воздерживаться от межбанковского кредитования. В результате общие потери от падения всех фондовых рынков в мире только за 2008 г. составили по экспертным оценкам около 19 трлн дол. США. Для предоставления ликвидности банковскому сектору в этих чрезвычайных условиях традиционных инструментов оказалось недостаточно и центральные банки стали создавать новые. Так, ФРС с декабря 2007 г. стала проводить аукционы ликвидности TAF, а ЕЦБ с 16 октября 2008 г. — аукционы LTROs/SLTRO, на которых банки могли получать кредиты на срок от одного до шести месяцев. Введение TAF и LTROs/SLTRO имело целью предоставлять кредиты под перечень залогов, список которых был расширен за счет активов с рейтингом от А- до ВВВ-. С марта 2008 г. ФРС начала осуществлять программу по предоставлению первичным дилерам казначейских облигаций США под залог менее ликвидных ценных бумаг (программа TSLF). В ее рамках ФРС принимала в залог ипотечные облигации различных траншей, т.е. фактически взяла на себя риск оценки этих бумаг. В марте 2008 г. также была учреждена программа Primary Dealer Credit Facility (PDCF) для предоставления ресурсов первичным дилерам под залог широкого перечня долговых ценных бумаг, включая корпоративные и муниципальные облигации.

В свете глобального кризиса еще одной теоретической проблемой является целесообразность использования концепции таргетирования инфляции, согласно которой проводили свою политику многие центральные банки ведущих стран (по данным МВФ — примерно 30 центральных банков).

Отметим, что в связи с этим выделяют две основные ошибки, допущенные центральными банками в предкризисный период. Первая — заключалась в том, что процентные ставки слишком долго оставались низкими, что способствовало образованию избыточной ликвидности на рынке активов и в итоге привело к разрушительным последствиям. Следует отметить, что большинство центральных банков отрицают, что проводимая ими монетарная политика явилась одной из причин развития глобального финансового кризиса. Однако нужно различать концепцию таргетирования инфляции и эффективность механизма ее реализации. Так, ценовая стабильность является среднесрочной целью, в то же время центральные банки обладают значительной свободой действий для достижения этой цели и могут сами определять время и характер изменения ставки рефинансирования (в том числе, провоцируя рост избыточной ликвидности).

Вторая ошибка заключалась в том, что центральные банки использовали исключительно узкое понятие инфляции — только повышение цен на потребительские товары. В этой связи рядом экономистов обосновывается необходимость совершенствования сис-

темы промежуточных целей центральных банков развитых стран в направлении учета цен финансовых активов. Данная идея была выдвинута С. Роучем в начале 2000-х гг. Однако до последнего времени доминировала точка зрения, что центральные банки должны обращать внимание на фондовые рынки только тогда, когда негативное развитие ситуации на них грозит экономике серьезными потрясениями.

Обобщая имеющиеся точки зрения, можно выделить следующие предложения по совершенствованию методологии монетарной политики:

1) повышение целевых показателей инфляции при сохранении режима таргетирования инфляции. Например, ведущий экономист МВФ О. Блэнчард предложил повысить целевые показатели инфляции до уровня 4 % в год (в настоящее время центральные банки ведущих стран мира планируют темпы инфляции в диапазоне 2–3 %, хотя центральные банки развивающихся стран устанавливают гораздо более высокие значения). Более высокие показатели, по мнению сторонников данной точки зрения, предоставляют центральным банкам больше возможностей по ужесточению монетарной политики в области процентных ставок, что позволяет проводить более взвешенную финансовую политику, обеспечивающую меньшие бюджетные дефициты;

2) таргетирование общего уровня цен. Планирование общей ценовой динамики имеет то преимущество перед таргетированием уровня потребительских цен, что в современных условиях позволяет центральным банкам проводить более гибкую политику и применять необходимые меры при несоответствии цен на активы. Однако многие центральные банки не хотят использовать в качестве промежуточной цели общий уровень цен, поскольку политика таргетирования уровня потребительских цен является более понятной для населения и все экономические субъекты понимают необходимость удержания темпов их роста на низком уровне;

3) таргетирование номинального ВВП. Хотя идея о планировании номинального ВВП существует долгое время и схожа с планированием темпов инфляции, она не нашла поддержки у центральных банков. Основной проблемой является нерегулярное предоставление данных по номинальному ВВП (в большинстве стран — ежеквартально) и их последующий значительный пересмотр. Хотя следует отметить, что проводимая в настоящее время монетарная политика уже в значительной мере использует информацию о динамике ВВП;

4) учет цен на финансовые активы при таргетировании инфляции. Для такого учета предлагается несколько способов. Первый способ — включить цены на активы в индекс цен. Принимая во внимание довольно тесную взаимосвязь некоторых цен на активы и задач монетарной политики в плане инфляции и объемов производства, основания для их включения в существующие индексы цен есть. Однако на деле этот подход сопряжен с некоторыми трудностями, в особенности в связи с определением, какие цены на активы включать и какой вес им придать в индексе цен. Второй способ — планировать определенный уровень или темпы роста цен на активы, или же просто противодействовать их спекулятивному росту. Третий способ — планировать темпы роста денежной массы и объемы кредитов при проведении монетарной политики.

Отметим, что с началом мирового финансового кризиса МВФ также признал, что центральным банкам при управлении инфляцией надо учитывать не только потребительские цены, но и цены на недвижимость и цены финансовых активов. Но на практике центральные банки не начали следовать этим предложениям.

Некоторые экономисты (Л. Кристиано и др.) обосновывают необходимость учета цен на финансовые активы тем, что своей процентной политикой центральные банки влияют на динамику всей экономики и финансовых рынков. По их мнению, значительный рост цен фондового рынка должен стать для центральных банков сигналом для ужесточения денежно-кредитной политики. Но ставя изменение ставок в зависимость от роста

цен, центральные банки лишают себя возможности реагировать на перемены в экономической динамике, которые в современной экономике в первую очередь выражаются в движении рынков. Значит, такой подход неадекватен. Ряд проведенных исследований динамики инфляции и фондового рынка США за 200 лет (исключая периоды войн) показал, что именно во время подъемов фондового рынка (их было 18) потребительская инфляция была ниже, чем в остальные периоды. Получается, что при росте процентных ставок на фондовом рынке центральные банки держат ставку рефинансирования на низком уровне, так как темпы инфляции это позволяют. В результате рост фондового рынка усиливается, но затем следует разрушительный спад. Таким образом, центральные банки своими действиями усиливают волатильность рынков, даже дестабилизируют их. Из этого следует, что повышение ставок должно начинаться не тогда, когда ускоряются потребительские цены, а когда центральные банки обнаруживают бум на фондовом или кредитном рынке и, конечно, на рынке недвижимости. Однако это потребует изменения правил, по которым работают ведущие центральные банки мира. Когда рынки и экономика растут, а инфляция низка, центральным банкам будет очень трудно предпринимать действия, замедляющие рост. При этом основной проблемой является то, что центральный банк не может точно знать, когда именно следует начинать «сдерживать» рынки.

Если признать, что при определении промежуточных целей денежно-кредитной политики центральные банки должны уделять больше внимания регулированию цен на активы, то следует отметить, что на практике сделать это достаточно сложно. Незначительные изменения ставки рефинансирования могут быть неэффективны для устранения несоответствия цен на активы, но их существенные колебания способны серьезно повлиять на основные задачи монетарной политики. Кроме того, если стремление регулировать цены на активы приведет к уменьшению прозрачности проводимой денежно-кредитной политики, то это может подорвать доверие к центральным банкам.

Таким образом, существующие альтернативы таргетированию инфляции не предлагают эффективного средства установления цен на активы или сопряжены с серьезными практическими сложностями. По нашему мнению, в случае сохранения таргетирования инфляции в качестве концепции для решения задач в области экономического роста и темпов роста цен, необходимо сочетать ее с мерами пруденциального регулирования, увязывающими изменение цен на активы с требованиями к капиталу и ликвидности для финансовых посредников.

Влияние спекулятивного капитала на экономику стран — это еще одна проблема, обострившаяся в результате мирового финансового кризиса. Так, МВФ в настоящее время предлагает развивающимся странам ограничить наплыв спекулятивного капитала, чтобы избежать кредитного бума и «пузырей» на рынках активов. Следует отметить, что ранее МВФ выступал против таких мер, настаивая на полной либерализации движения капитала, считая, что его свободное движение полезно для развития экономики не меньше, чем свободная торговля. Однако азиатский кризис в конце 1990-х гг. и современный глобальный финансовый кризис заставили усомниться в этих положениях. В современных условиях МВФ приблизился к тому, чтобы признать контроль за движением капитала в качестве полноправного инструмента антикризисной монетарной политики, укрепляющего экономическую стабильность развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Почему необходимо ограничивать приток капитала? Мировая экономика постепенно выходит из кризиса, инвесторы активно ищут перспективные возможности для вложений, в частности в развивающихся странах и некоторых странах с переходной экономикой, которые не только демонстрируют уверенный экономический рост, но и обещают более высокую доходность благодаря высоким процентным ставкам. Приток капитала

в эти страны стремительно растет, в том числе вследствие существенного снижения процентных ставок в США и Европе. Однако теперь правительства и регуляторы развивающихся и переходных стран относятся к этому процессу не так позитивно, как раньше. Действительно, свободное движение капитала позволяет странам с небольшим уровнем сбережений привлекать средства для финансирования инвестиционных проектов, помогает диверсифицировать инвестиционные риски, стимулирует торговлю и способствует развитию финансовых рынков. Однако это справедливо, если приток капитала не носит временного характера и не может неожиданно прекратиться.

Между тем кризис заставил многих экономистов усомниться в рациональности участников рынка. Эксперты МВФ признали, что потоки капитала далеко не всегда обусловлены фундаментальными факторами. В своих решениях инвесторы, кредиторы и заемщики зачастую руководствуются психологическими причинами, их оценки бывают чересчур оптимистичны. В связи с этим приток средств в страну может быстро смениться оттоком, как это произошло во многих странах Центральной и Восточной Европы.

С точки зрения финансовой устойчивости наибольшее беспокойство вызывает то, что масштабный приток капитала может привести к чрезмерному росту внешних займов и чересчур сильной зависимости от иностранной валюты. Это может спровоцировать в стране кредитный бум (особенно в сегменте кредитов в иностранной валюте) и появление «пузырей» на рынках соответствующих активов (с серьезными негативными последствиями в случае неожиданного оттока капитала).

Но даже будучи обоснованным, приток средств из-за рубежа может отрицательно повлиять на экономическую ситуацию, прежде всего из-за того, что он приводит к укреплению национальной валюты, снижая конкурентоспособность экспорта. По мнению экспертов МВФ, если валюта была недооценена, то в ответ на приток капитала следует разрешить номинальному курсу увеличиться. Но если валюта уже была переоценена или близка к равновесному уровню, странам придется прибегнуть к другим мерам, в первую очередь к накоплению валютных резервов. Центральный банк может скупать валюту, если считает, что резервы недостаточно велики.

Однако нестерилизованные интервенции центрального банка приведут к росту денежной массы и усилению инфляционных ожиданий, а стерилизация не всегда возможна. В таком случае для предотвращения негативных последствий притока капитала необходимо использовать монетарные и фискальные инструменты. Центральный банк может понизить ставку, а правительство — ужесточить бюджетную политику. Но если есть риск перегрева экономики и роста инфляции, снижение процентной ставки нецелесообразно. Тогда в целях предотвращения бума кредитования и образования «пузырей» на основе притока иностранного капитала следует использовать меры пруденциального регулирования — например принудительно ограничить выдачу кредитов в иностранной валюте заемщикам, которые получают доход исключительно в местной валюте; ввести требования к капиталу банков, обеспечивающие им запас прочности в случае внезапного оттока средств из страны и т.п.

Однако и мер пруденциального надзора не всегда достаточно для поддержания финансовой стабильности — хотя бы потому, что капитал может поступать в страну, минуя национальные банки. Во многих развивающихся странах Европы небанковские компании получали ссуды напрямую у иностранных инвесторов. Когда перечисленные возможности традиционной макроэкономической политики и регулирования будут исчерпаны, власти развивающихся стран и стран с переходной экономикой могут ввести временные ограничения на приток капитала (налоги на финансовые транзакции и краткосрочные внешние займы, резервирование процентов по кредитам в иностранной валюте, требования к минимально допустимому сроку инвестирования и т.д.). Например, Бразилия ввела для иностранцев 2-процентный налог на инвестиции в акции и облигации, а Тайвань запретил зарубежным инвесторам открывать срочные депозиты.

Опыт Чили, Бразилии, Колумбии, Таиланда и других стран, ограничивавших приток средств в 1990–2000-х гг., показывает, что контроль за движением капитала действительно повышает устойчивость экономики во время кризиса. Применение мер контроля капитала позволяют центральному банку более свободно проводить монетарную политику, ему не приходится снижать процентную ставку, чтобы снизить привлекательность национальных активов для инвесторов.

Таким образом, в условиях глобализации произошло снижение эффективности национальных регуляторных систем, в том числе монетарных. Результаты регулирующих действий центрального банка становятся менее предсказуемыми, так как воздействие внешних «шоков» и колебания в трансграничных потоках капитала являются зачастую более значимыми в сравнении с используемыми монетарными методами.

Мировой финансовый кризис привел к переоценке функций центрального банка, а также обусловил изменения в целях, инструментах и методах денежно-кредитной политики. Развитие кризиса показало, что приоритетные цели денежно-кредитной политики центральных банков большинства ведущих стран мира — обеспечение ценовой стабильности и устойчивого экономического развития — стали противоречить не менее важной цели поддержания общей финансовой стабильности. Кроме того, кризис выявил недостаточность инструментария центральных банков в условиях нехватки ликвидности в банковской системе и на фондовом рынке, что вынудило их прибегнуть к нетрадиционным мерам денежно-кредитного регулирования.

Все это привело к обострению дискуссий по вопросам совершенствования методологических подходов к монетарному регулированию в условиях преодоления последствий глобального финансово-экономического кризиса. Основное внимание при этом уделяется проблемам определения адекватных современным экономическим реалиям промежуточных целей денежно-кредитной политики и соответствующего инструментария эффективного воздействия на них, а также процентной политики центральных банков. Например, предлагается совершенствовать процентную политику с учетом колебаний экономического цикла, т.е. проводить симметричную монетарную политику, предусматривающую повышение ставки рефинансирования в случае увеличения рисков на финансовых рынках при отсутствии инфляционных рисков в среднесрочной перспективе.

Л и т е р а т у р а

1. Головнин, М. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации / М. Головнин // Вопросы экономики. — 2008. — № 7. — С. 68.
2. Кудрин, А. Мировой финансовый кризис: российские и мировые тенденции / А. Кудрин. — Вопросы экономики. — 2010. — № 7. — С. 4–26.
3. Системный мониторинг: Глобальное и региональное развитие / ред. Д.А. Халтурина, А.В. Коротаяев. — М.: УРСС, 2009.
4. Съезд по спасению отечества // Банк. дело. — 2009. — № 4.
5. Crabel, I.A. Post-keynesian Analysis of Financial Crisis in the Developing World and Directions for Reform / I.A. Crabel // International Monetary Fund [Electronic resource]. — Mode of access: www.imf.org/PUBLICAT/SYMPOS/2009/PDF/20Grabel.Pdf.
6. Kindleberger, Ch.P. Manias, Panics, and Crashes / Ch.P. Kindleberger, R.I. Aliber // Project Syndicate [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www/project-syndicate.org/commentary/kindleberger> 5
7. Williamson, J. What Washington Means by Policy Reform / J. Williamson // Board of Governors of the Federal Reserve System [Electronic resource]. — Mode of access: www.federalreserve.com
8. Kho, B.C. Financial globalization, governance, and the evolution of home bias / B.C. Kho, R.M. Stulz, F.E. Warnock // BIS Working Paper. — 2008. — December. — № 220. — P. 1.

Статья поступила в редакцию 20.01.2011 г.