

трализации их размещения по областям республики и выпуск ГЦБ, рассчитанных на размещение среди населения.

Кроме этого отдельные выпуски ГЦБ полностью выкупал Национальный банк. Это обстоятельство превращает выпуск ГЦБ в выдачу кредитов Национальным банком Правительству со всеми вышеизложенными последствиями.

Существует еще одно обстоятельство, в силу которого теряется смысл выпуска ГЦБ в Республике Беларусь. Дело в том, что крупнейшим инвестором на первичном рынке ГЦБ выступает АСБ “Беларусбанк”. Как уже упоминалось, собственный капитал банка и в большей части его ресурсная база представлены средствами государственного бюджета. Получается, что государство приобретает средства для покрытия дефицита государственного бюджета у... государства.

И, наконец, появившиеся тенденции “огосударствления” коммерческих банков как и всей экономики в целом также может сделать процесс выпуска ГЦБ бессмысленным.

Все вышеизложенное не позволяет оптимистически смотреть на увеличение эмиссии ГЦБ, а заставляет задуматься над этим процессом и увязать его с общим развитием экономики Республики Беларусь.

*О.И. Румянцева*

### **Взаимосвязь денежно-кредитной, бюджетной и промышленной политики**

Сегодня достаточно ясно понимается жизненная необходимость обеспечения единства в конечных целях денежно-кредитной, фискальной и промышленной политики. Такое единство предполагает преодоление “отраслевых” интересов и объединение усилий ради достижения основной цели развития экономики — экономического роста и повышение уровня жизни населения. Причем данное понятие включает в себя не одно лишь увеличение ВВП, которое само по себе не может решить проблему повышения уровня жизни населения. Здесь необходимо учитывать и возможности получения образования, доступности медицинского обслуживания, приобретения жилья, создания новых рабочих мест и т.д.

Основной проблемой взаимосвязи этих трех сфер является превращение денежно-кредитной, бюджетно-финансовой и промышленной политики в единую подсистему регулирования переходной экономики. Результатом функционирования такой подсистемы является достижение комплексности и взаимодополняемости (а не взаимоотрицаемости) механизмов, призванных использовать финансовые, кредитные и фискальные рычаги для регулирования экономической активности.

Но если экономический рост и повышение уровня эффективного потребления являются конечной целью преобразований, то достижение макроэкономической стабилизации (включающей ограничение инфляции, стабилизацию производства, платежного баланса и курса национальной денежной единицы), бесспорно, необходимое для решения основной задачи — среднесрочная цель экономической стратегии государства. В достижении данной цели и будет проявляться необходимость тесной взаимосвязи и взаимодополняемости денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и промышленной политики государства, от единения которых (и понимания их государством) будет зависеть успех экономических преобразований.

Определим основные отправные моменты взаимосвязи вышеназванных политик, как частей единого целого, а именно — экономической политики, направленной на построение социально ориентированной рыночной экономики:

преимущественный отказ государства от регулирования основных экономических и социальных процессов обернулся всеобщей потерей управляемости экономики, контроля за ценами и доходами, распределением и перераспределением материальных и финансовых ресурсов. Ломка сложившихся государственных структур управления, полное отсутствие новых, современных рыночных форм управления и регулирования привела к разрушению вертикальных и горизонтальных хозяйственных связей, технологического взаимодействия. Был полностью проигнорирован мировой опыт государственного регулирования, особенно в странах с социально ориентированной рыночной экономикой (Германия, Швеция). Не была учтена *и особая роль государства*, присущая *ему в критические моменты* функционирования экономики (например, в период Великой депрессии 1929 – 1933 г.г.). К числу последних относятся *и переходные этапы общественного развития*;

— попытки некритического, автоматического копирования монетаристских подходов (используемых развитыми странами только с начала 70-х г.г.) обернулись тяжелыми социальными последствиями для общества, поэтому представляется необходимой четкая ориентация экономики на решение социальных задач, как основного критерия преобразований, создание институтов и механизмов, позволяющих сочетать экономическую эффективность и социальную справедливость;

— платежный кризис или беспрецедентный по своим масштабам развал платежных отношений начался на фоне кампании по либерализации цен и ужесточения бюджетной и кредитной политики. Проявилось недопонимание природы инфляции в белорусской экономике (недооценка высокомонополизированной “нерыночной” структуры национального производства, повышенного износа и выбытия основных производственных фондов, высокого уровня энергоемкости и материалоемкости производства вследствие несовершенства его технологической структуры, то есть игнорирование фактора инфляции издержек) и соответственно выбором неадекватных для данного типа инфляции, чисто монетаристских средств ее сдерживания путем спросовых ограничений<sup>1</sup>.

Переход к свободному ценообразованию (и, как результат, приближение цен к мировому уровню, а по некоторым видам продукции и превышение последнего) не учитывал отраслевую и региональную структуру наци-

<sup>1</sup> “При подавленной инфляции, которая объективно возможна только либо при плановой, командной, либо квазирыночной экономических структурах все основные, коренные условия инфляции (гиперинфляции, стагфляции) сохраняются. Однако путем осуществления ряда искусственно-принудительных процессов — жесткого ограничения массы платежных средств, кредитной эмиссии, сокращения ликвидности различного рода активов, фиксирования цен, процентных ставок, обменного курса национальной валюты, безответственного наращивания внутреннего и внешнего долга — внешние формы инфляции могут временно исчезать, а придавленная инфляция может благодаря этому выдаваться за подавленную. Но как и при обезболивании человеческого организма с помощью наркотических средств преодолевается заболевание, так и придавленная инфляция не подавляет ее. Пружина инфляции снижается, ее не видно, но отпустить все равно придется. Вопрос переносится в сферу способа спуска пружины инфляции и его последствий.

При разработке и принятии Программы неотложных мер мы возражали против жестких, не дифференцированных по приоритетам монетарных рекомендаций Национального банка Республики, указывая на то, что это может привести к придавлению инфляции, неизбежным сопутствующим процессом чего явятся углубление кризиса финансов субъектов хозяйствования, усиление спада производства, повсеместные неплатежи и затоваривание”. Аналитическая записка (подготовлена научной группой БСПиА под руководством д.э.н., проф. М.Куньявским и к.э.н. Т.Быковой по поручению правления от 04.07.1995 г.). БДГ, № 56, 31.07.1995 г.

ональной экономики, иную отнюдь не мировую структуру издержек в отраслях, несоответствующие данным ценам состав и качество технологий. При том, что финансово-стоймостные аспекты воспроизводства, а именно, удельный вес зарплат, уровни рентабельности и др. формировались в совершенно иных ценовых условиях.

Все производство в течение многих десятилетий ориентировалось на относительно дешевое топливо и сырье, на существенно меньшие транспортные издержки. И на эту, сформировавшуюся в прежнее время и по другим законам технологическую и отраслевую структуру, практически в одночасье наложили чужую структуру цен, предполагающую совершенно другую структуру издержек и совершенно другие технологии, и логичным результатом стало обесценивание основных и оборотных фондов предприятий, снижение роли амортизации и прибыли как основных источников накопления — производство лишилось возможности инвестирования и сколько-нибудь серьезного обновления основных фондов. Не удивительно, что предприятия практически всех отраслей не имеют средств не только для простого воспроизводства основных фондов, но даже для приобретения оборотных средств. Эти негативные моменты, по мнению автора, и явились основными причинами появления и развития в республике, как, впрочем, и во всех постсоциалистических странах, инфляции издержек.

Таким образом в условиях, когда доминирующую роль в инфляционных процессах играет инфляция издержек, недопустимо вести борьбу с ней чисто монетаристскими методами. Более того, в такой ситуации антиинфляционные меры, направленные на ограничение денежной массы и сокращение бюджетного дефицита, а именно усиление спросовых ограничений, лишают все народное хозяйство возможности осуществления рациональных структурных изменений и ведут к усилению спада производства и дальнейшему инцидированию инфляции. Отсутствие инвестиций не позволяет изменить структуру технологий и тем самым остановить инфляцию издержек.

В этих условиях только изменив соотношения цен на основные продукты и ресурсы, обеспечив большую адекватность структуры внутренних цен структуры издержек и структуры имеющихся у нас технологий, можно создать макроэкономические предпосылки преодоления спада производства, возрождения, накопления и расширения инвестиционной деятельности, нормального функционирования производства и эффективной структурой политики.

Поэтому надежды на финансовую стабилизацию без преодоления спада производства, т.е. без всестороннего учета возможных причин существования “феномена постсоциалистической инфляции” представляются иллюзорными и теоретически несостоятельными. Очевиден вывод о необходимости принятия иных точек отсчета финансовой стабилизации:

— промышленная политика является приоритетной, т.к. материальное производство — это основа благосостояния нации. А в современных условиях *потеря объемов производства* (падение производства в Беларуси за период с 1991 по 1996 г. составила свыше 40 %, снижение уровня капитальных вложений — более 70 % \ Банковский бюллетень № 32, 1997 г.) — это *потеря рынка*, причем не только мирового, но и внутреннего. Вакуума здесь не бывает. Однажды уступив место на рынке, крайне сложно занять эту нишу вновь. Иными словами, процесс может оказаться необратимым и страна неизбежно обрекается на длительную, а может быть, и постоянную отсталость, зависимость от внешних рынков. Поэтому промышленная политика на переходном этапе представляет собой *стимулирование развития производства с обязательным выделением приоритетов* (и прежде всего экспорт, электроэнергетика, новейшие технологии, импорто-замещающие отрасли), которые по ходу развития будут изменяться;

– оживление инвестиционной политики, обеспечивающей структурную перестройку и рост производства представляется наиболее важным направлением деятельности государства. Причем инвестиционная политика как основная часть промышленной политики, должна также осуществляться по выбранным приоритетам конкретного экономического этапа;

– выделение “зон прорыва”, позволяющих переломить негативные тенденции и принести зримые, в том числе и социально значимые результаты (строительство жилья, создание новых рабочих мест, развитие энерго- и ресурсосберегающих технологий и т.д. возрождение научно-технического потенциала);

– ликвидация диспропорций между материально-вещественными и финансово-стоимостными аспектами воспроизводства;

– сочетание жесткой финансово-кредитной политики с селективной поддержкой приоритетных производств, предприятий, проектов;

– использование различных форм регулирования цен и доходов, вплоть до временного замораживания цен и зарплаты (использовалось в Чили /середина 80-х г.г./, Аргентине и Мексике и др.);

– совершенствование налоговой и бюджетной политики (снижение налоговой нагрузки до общепринятого уровня, налоговые каникулы, гибкое использование дефицита бюджета и др.);

– ориентации в стратегии перехода к рынку на отечественный научно-технический и производственный потенциал, на внутренние финансовые ресурсы;

– постепенного перехода к многоукладной экономике, где основные приоритеты в регулировании форм собственности должны отдаваться более конкурентоспособным субъектам хозяйствования, т.е. строится в зависимости от эффективности их работы, а не от принадлежности государству или частному бизнесу. Важно не математическое соотношение форм собственности, а эффективность их работы (тенденция к сокращению материальных затрат и увеличение в их общей структуре доли высококвалифицированного наукоемкого труда). Таким образом, необходимо перенесение центра тяжести с приватизации собственности на эффективность управления как важнейшего условия развития деловой активности субъектов хозяйствования;

Исходя из вышеописанных отправных пунктов рассмотрим взаимосвязь денежно-кредитной, бюджетной и промышленной политики.

Перед любым правительством стоят три основные стратегические цели, на достижение которых оно должно ориентироваться в своей деятельности: достижение устойчивых темпов роста на долгосрочных временных интервалах, стабилизация уровня цен и достижение наиболее полной занятости населения. При этом экономическая политика может строиться на каждом конкретном этапе развития только с учетом выбора основных приоритетов, так как пути достижения вышеназванных целей зачастую могут противоречить друг другу. Так, стимулирование роста производства и увеличение занятости могут спровоцировать инфляцию со стороны платежеспособного спроса населения, поэтому необходимо четко определить, достижение какой цели видится приоритетным на каждом конкретном этапе развития.

Но данные взаимосвязи верны в нормальной рыночной экономике, где инфляция спроса является основным негативным фактором экономического развития. В условиях же инфляции издержек необходимы определенные денежные “вливания” в экономику вне жесткой зависимости от дефицитности или сбалансированности государственного бюджета на текущий момент. Вопрос должен решаться только с учетом приоритетов этих вложений, экономической обоснованности их размера, условий их предоставления и поиска наиболее эффективных из возможных источников покрытия.

Ориентация на этапе трансформации лишь на возможности бюджета, тем более попытка ликвидировать вызванный экономическим спадом его дефицит может усугубить этот спад. В ненормально работающей экономике не может быть места сбалансированному бюджету и ставить это главной целью — значит, терпеть дальнейший крах<sup>1</sup>.

Политика в отношении госбюджета на этапе перехода к социально ориентированной рыночной экономике должна строиться прежде всего на принципах стабилизации производства, стимулирования его структурной и технологической перестройки.

Принцип же достижения математического равенства между доходами и расходами бюджета как основа бюджетной политики, очевидно, оправдан только в эффективно работающем хозяйственном механизме.

Более того, даже в странах с развитой рыночной экономикой существует несколько точек зрения на процессы формирования бюджета с точки зрения возможности использования дефицитного финансирования.

Во-первых, это построение бюджета на циклически сбалансированной основе (или достижение равновесия в рамках экономического цикла).

Во-вторых, это теория “функциональных финансов”.

Постоянно балансируемый бюджет с точки зрения теории финансов всегда считался основной задачей государства. Однако это существенно снижало (практически исключало) активную фискальную деятельность правительства в плане стабилизирующего влияния на экономический цикл. Поэтому возникла идея о том, что бюджет должен балансироваться по ходу экономического цикла. Такое решение проблемы дефицитного финансирования делает возможным проведение гибкой бюджетной политики в соответствии с переживаемым этапом делового цикла. Последнее означает, что для противодействия спаду производства государство должно сознательно за счет возникающего дефицита увеличивать государственные расходы или(и) снизить налоги. И затем, в период появления инфляции спроса следует сократить расходы и повысить налоги. На этом этапе необходимо добиться положительного сальдо госбюджета, которое затем может использоваться в счет частичного погашения государственного долга (кредитная эмиссия в развитых странах достигает в отдельные годы 10-12 % от ВВП). Тем самым госбюджет будет балансироваться не на ежегодной основе, а только за некоторое число лет, соответствующих одному или нескольким экономическим циклам (т.к. в пределах одного делового цикла подъем и спад могут несоответствовать друг другу как по глубине, так и по длительности).

В соответствии со следующим подходом (идея “функциональных финансов”) вопрос о состоянии бюджета отодвигается на второй план. Главной задачей видится стабилизация экономики, а не балансирование бюджета. Последний в конечном итоге является не самоцелью, а лишь средством макроэкономического регулирования. “Дефицит сам по себе не является проблемой. Он барометр того, что происходит” (А. Лаффер \ цитата из кн. Шаромовой В.В. “Бюджетная политика в рыночной экономике”. М, 1994 г.).

В защиту данной концепции выдвигается ряд аргументов, наиболее значимые из них следующие:

— во-первых, для государства, обладающего монополией на “создание денег” и установление налогов, фактически не может быть применено понятие банкротство (в данном случае имеется ввиду различие между час-

<sup>1</sup> Так, Нобелевский лауреат в области экономики К. Эрроу полагает, что “нет никакого смысла стремиться непременно к бездефицитному бюджету и что, в той мере, в какой стимулируется экономический рост, умеренный дефицит бюджета и умеренная контролируемая эмиссия не только не вредны, а наоборот — полезны и государству и обществу в целом, особенно в кризисные годы”.

тными и государственными долговыми обязательствами). Из этого вытекает фактическая безграничность в плане создания и финансирования любых размеров государственного долга;

— во-вторых, признается, что дефицитное финансирование является наиболее безобидным из всех проблем, порождаемых колебаниями в ходе экономического цикла.

В данном случае современная западная государственная фискальная политика допускает необходимость использования дефицита финансирования для целей стабилизации экономики.

Сегодняшняя ситуация в Республике характеризуется резким спадом производства и ростом безработицы, что вызывает падение доходов госбюджета. В данном случае для его балансировки возможны несколько классических подходов:

- повышение налоговых ставок;
- сокращение государственных расходов;
- сочетание повышения налоговых ставок и сокращения государственных расходов в различных пропорциях.

Однако все эти пути являются по сути сдерживающими в плане развития экономической системы и в долгосрочном аспекте ведут (при прочих равных условиях) к невозможности проведения рыночной трансформации экономики.

Превышение допустимого порога налогообложения прибыли субъектов хозяйствования (свыше 35 % согласно западным исследованиям) приводит к сокращению выпуска продукции и, следовательно, налоговых выплат, что ведет к падению общего объема поступлений в бюджет. Кроме того, не последнее место в сокращении налоговых поступлений в бюджет занимает в рассматриваемом случае стремление предприятий "спрятать" прибыль, уйти от налогообложения.

В этой связи целесообразно было бы изменить подходы как к формированию доходной части бюджета (снижение общего уровня налоговой нагрузки и повышение за счет этого собираемости налогов), так и к политике государственных расходов.

Основным должен стать принцип эффективности, а не достаточности при формировании расходной базы, который позволит не только стабилизировать уровень производства, но и стимулировать его рост.

Принципиальным видится вопрос и о пересмотре существующей политики государственных расходов. Здесь важно наиболее последовательное применение принципа разделения их на текущие расходы и расходы на экономическое развитие. Текущие расходы (расходы основного бюджета) должны обеспечиваться полученными доходами. Расходы на развитие, носящие целевой характер, в своей недостающей части должны покрываться заемными средствами, в том числе мобилизуемыми на финансовом рынке на долгосрочной основе под ответственность соответствующих экономических структур. Интересен в этой связи опыт функционирования финансово-бюджетного механизма за рубежом. Бюджетный процесс на Западе весьма тщательно отработан и отличается целым рядом особенностей, пригодных для заимствования в нашей республике. Вся система бюджетного финансирования в этих странах разбита на две составные части, обладающие собственными источниками дохода. Это бюджет текущих расходов, и бюджет капитальных вложений (бюджет развития).

Бюджет текущих расходов (фактически бюджет центрального правительства) должен быть всегда сбалансирован. По закону ни правительство, ни парламент не могут утвердить его с дефицитом. Его расходы должны быть полностью покрыты так называемыми "нормальными доходами" пра-

вительства, в число которых входят налоги, таможенные пошлины и другие регулярные доходы от деятельности государственных органов. Важно подчеркнуть, что к числу "нормальных" доходов не относятся доходы от продажи государственной собственности и они не могут расходоваться на текущие нужды правительства.

Бюджет капитальных вложений, из которого и производятся выделения государственных субсидий, наоборот, всегда дефицитен, так как на покрытие его расходов привлекаются займы, в том числе и эмиссионные (кроме закрепленных за ним налогов или отчислений от доходов бюджета текущих расходов, доходов от некоторых видов государственного имущества и т.д.). Обычно эти займы не носят принудительного характера и должны размещаться на обычных рыночных условиях. На выпуск облигаций оказывают влияние ограничения, устанавливаемые парламентом в отношении предельной суммы государственного долга. При этом ни одно правительство не ставит своей целью ликвидацию дефицита, возникающего по бюджету развития. Таким образом, страны с многолетним опытом ведения рыночного хозяйства не стремятся избавиться от дефицитного финансирования в рамках экономического цикла, а тем более, в период спада или депрессии.

Применительно к сегодняшней ситуации представляется, что экономика попала сразу в несколько ловушек. Так, сбалансировать сегодняшний бюджет возможно только при таком уровне налоговых ставок, когда любая нормальная предпринимательская деятельность не будет иметь экономической целесообразности. Урезание же государственных инвестиционных расходов в основной своей доле чревато еще большим спадом производства и резким ухудшением рыночной конъюнктуры. Достаточное же стимулирование хозяйственной деятельности (наряду с социальной защитой населения) возможно при создании дефицита, грозящего гиперинфляцией (то не исключает возможности существования последней и при "сбалансированном бюджете").

Основная причина такого "замкнутого круга" не только и не столько в верном выборе денежно-кредитной или бюджетной стратегии, сколько в структуре экономики, ориентированной на централизованный административно-командный механизм последней, причем с высоким уровнем милитаризации хозяйства. Рыночная экономика не отличалась такой структурой производства ни на каких этапах своего развития.

Следовательно, требование глубинной структурной перестройки народного хозяйства и отсутствие соответствующего объема свободных капиталов для реализации этого обуславливает необходимость существования дефицитного финансирования экономики. Из изложенного выше следует вывод о том, что правительство должно научиться не бороться, а управлять данным явлением и использовать его на благо экономического развития в максимальной возможной степени и здесь, на наш взгляд, важен не сам факт использования дефицитного финансирования в экономической политике государства, а его уровень по отношению к расходной части государственного бюджета, отражающий степень относительной нагрузки на бюджет, и кроме того, наличие достаточно эффективного механизма выделения денежных средств.

*С.Л. Кисель*  
Белорусский государственный экономический университет

### **Концептуальные основы портфельного инвестирования**

Инвестиционный портфель принято рассматривать как набор ценных бумаг, сформированный по определенным критериям. Как правило, пор-