



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

О.И. РУМЯНЦЕВА

ВОЗРАСТАНИЕ РОЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ПРЕОДОЛЕНИЯ ПОСЛЕДСТВИЙ МИРОВОГО ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

В современных условиях преодоления последствий мирового финансово-экономического кризиса представляется крайне актуальной проблема переосмысления роли денег в развитии экономики и соответственно роли государства в регулировании денежной сферы. Идея о «нейтральности» денег и минимизации вмешательства государства в функционирование экономики должна, на наш взгляд, смениться иной позицией, основанной на воспроизводственной роли денег и, следовательно, активной роли центрального банка в развитии страны. Показательно в этом отношении высказывание на сессии Генеральной ассамблеи ООН французского президента Н. Саркози: «Идея того, что рынки всегда правы, — безумная идея. Идея, что саморегулирование может решить проблемы, умерла. Идея невмешательства государства умерла» [1, 4]. Это важно не только с точки зрения необходимости преодолеть последствия мирового финансово-экономического кризиса, но и создать условия для ускоренного формирования инновационных основ функционирования национальной экономической системы. Поясним этот тезис, рассмотрев причины мирового кризиса.

В настоящее время сложились два принципиально разных теоретических подхода к оценке кризисных явлений, происходящих в мировой экономике [2, 2]. Согласно первому, более распространенному, текущий финансово-экономический кризис стал результатом глобализации, в частности, патологического роста асимметрии информации на финансовых рынках и возникновения «финансовых пузырей» (искаженной, завышенной оценки стоимости различного рода активов), неизбежно приводящих к фондовому кризису. В этом случае можно допустить, что проводимая политика по поддержанию спроса и предотвращению необратимых потерь в производстве позволит поддержать имеющийся потенциал реального сектора.

Основным у приверженцев второго подхода является долгосрочный характер кризиса, вызванного необходимостью перехода стран к новому технологическому укладу, более экономичной, инновационной модели развития. В результате кризиса ожидается изменение структуры производства и потребления в глобальном масштабе (т.е. смена технологических укладов), поэтому сохра-

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

нение за счет мер государственного регулирования уже сложившейся структуры спроса и соответственно производства может дать лишь кратковременный эффект, а в долгосрочной перспективе ведет к неэффективному расходованию ресурсов. Сторонники этого подхода считают, что основное внимание необходимо уделять мерам по ускоренной адаптации национальной экономики к новой, инновационной модели развития.

Рассмотрим эти точки зрения более подробно.

Как уже отмечалось, одной из попыток объяснения причины возникновения мировых финансовых кризисов являются теории «финансовых пузырей» [3, 55]. Согласно одной точки зрения, на поздней стадии экономического «бума» у инвесторов возникают необоснованные оптимистические ожидания, и они переоценивают возможную прибыль отдельных эмитентов. В результате, у последних появляется стимул выпускать необеспеченные долговые обязательства, создающие «финансовые пузыри». В дальнейшем рост цен на эти ценные бумаги сменяется их падением, что неизбежно затрагивает все другие сегменты финансового рынка и, в последующем, переходит на реальный сектор.

Другая точка зрения по отношению к сущности «финансовых пузырей» основана на идее расхождения между фундаментальной ценой финансового требования в перспективе (*ex ante*) и его сложившейся ценой в ретроспективе (*ex post*). Колебания цен активов вокруг некоторых устойчивых их значений не могут быть причиной возникновения подобных «пузырей», предполагающих наличие большого числа оптимистичных инвесторов, ожидающих дальнейшего роста цен активов. В основе этого иррационального роста — наличие достаточных ресурсов для его появления, а именно, предложение со стороны банковской системы завышенных (относительно реальных потребностей) объемов краткосрочного кредита, обеспечивающего данные спекулятивные «атаки» на финансовом рынке [3, 56; 4]. С учетом отмеченных теорий возникновения «финансовых пузырей» необходимо определить, должен ли центральный банк регулировать цены финансовых активов, не допуская их резких колебаний.

Надо отметить, что на теоретическом уровне проблема недопущения возникновения подобных «пузырей» однозначно не решена. В экономической литературе сформировались два подхода к данной проблеме.

В соответствии с первым подходом центральные банки не должны таргетировать цены финансовых активов и, тем более, использовать процентную политику для снижения активности на фондовом рынке. Подобная позиция оспаривается сторонниками второго подхода, ориентированного на использование инструментов денежно-кредитной политики в целях регулирования цен (снижения активности) на фондовом рынке [5, 23].

Представляется, что недопущение формирования «финансовых пузырей» имеет важное значение для поддержания макроэкономической стабильности. Однако использование центральными банками для этих целей своего основного инструмента — процентной политики — может повлечь за собой ее преимущественную ориентацию на конъюнктуру фондового рынка, без учета уровня рентабельности реального сектора экономики. Это может привести как к росту «плохих» кредитов в банковской системе, так и к снижению активности банков в области кредитного сопровождения производственного процесса.

В условиях мирового финансово-экономического кризиса на центральные банки как кредиторы в последней инстанции легла сложная задача: поддержание и финансовой, и макроэкономической стабильности, причем эти две задачи зачастую вступают в противоречие друг с другом. Мировой опыт показывает, что денежные власти развитых стран не только активно вмешиваются в функционирование экономики, но и отдают предпочтение обеспечению макроэкономической стабильности, используя различные инструменты для предоставления экономике ликвидности. Достаточно показательным в этом отношении является выступление бывшего главного экономиста МВФ К. Рогоффа, который высказал точку зрения о пользе некоторого ускорения инфляции,

рассматривая его как один из способов решения проблемы обеспечения экономической стабильности, при том, что прочие способы демонстрируют свою неэффективность [6, 12]. Тем самым, на наш взгляд, можно констатировать, что в настоящее время, возможно, закладывается основа для теоретического переосмысления монетаристской концепции денежно-кредитной политики и определения методологических направлений по повышению эффективности этой политики с учетом современных условий ее реализации.

Вторая точка зрения относительно природы современного финансово-экономического кризиса основывается на теории Н.Д. Кондратьева о больших циклах конъюнктуры (процессе замещения крупных комплексов технологически сопряженных производств) технологических укладов (ТУ) [7, 135]. Смена ТУ (а сегодня это становление шестого технологического уклада) требует значительного усиления роли государства, в том числе в сфере монетарной политики. Необходимость этого обусловлена тем, что направленность на инновации требует лидерства финансовых агентов (банков, институтов развития, венчурного финансирования и пр.) в обеспечении технологического развития, самым крупным из которых является государство. Снимая значительную часть риска, государство дает возможность новаторам реализовать свои научно-технические проекты в условиях высокой конкуренции альтернативных технических решений и недостатка спроса на их результаты.

Представляется, что усиление роли государства в регулировании денежной сферы должно основываться на концепции активной роли денег в воспроизводственном процессе. Напомним, что именно оценка этой роли является основой методологического спора между различными школами экономической мысли по вопросам сущности, методов и эффективности денежно-кредитного регулирования. Не вдаваясь подробно в историю экономической мысли, тем не менее, необходимо подчеркнуть, что в самом общем виде речь идет о методологических разногласиях двух основных современных школ западной экономической теории, а именно, «новой классической школы» и школы «новых кейнсианцев». Учитывая же возрастание в условиях мирового финансового кризиса роли государства представляются актуальными взгляды последней из указанных экономических школ.

Напомним, что впервые причины нестабильности экономики исследовал Дж.М. Кейнс в работе «Общая теория занятости, процента и денег» (1936), где и обосновал необходимость государственного вмешательства в экономическое развитие. Он показал, что экономическая система может длительное время находиться в квазиравновесном состоянии, не соответствующем эффективному равновесию (оптимальной занятости факторов производства). В данном случае безработица будет устойчиво выше естественного уровня, а выпуск — ниже потенциального. Это является следствием относительной «жесткости» цен и заработной платы в силу несовершенной конкуренции рынка. Поэтому Дж.М. Кейнс призывал государство прибегнуть к стабилизации экономики путем стимулирования спроса через инвестиционный механизм.

Принцип «нейтральности» денег, характерный для классической модели, заменяется Дж.М. Кейнсом на принцип «деньги имеют значение», означающий что деньги оказывают влияние на реальные показатели. В результате, денежный рынок из «вуали» реальной экономики становится частью макроэкономического рынка, сегментом финансового рынка, наряду с рынком ценных бумаг. Итак, в данном теоретическом подходе реальный и денежный сектора экономики тесно взаимосвязаны и взаимозависимы через такой параметр денежного рынка, как процентная ставка. В свою очередь ставка процента формируется не на рынке заемных средств в результате соотношения инвестиций и сбережений, а на денежном рынке, в результате соотношения спроса на деньги и их предложения со стороны банковской системы. Это положение обосновывается тем, что при одном и том же уровне ставки процента фактические инвестиции и сбережения могут быть не равны. Для этого существует несколько причин.

Во-первых, они осуществляются разными экономическими агентами, имеющими разные цели и мотивы экономического поведения (инвестиции производят фирмы, а сбережения — в основном домашние хозяйства).

Во-вторых, основным фактором, определяющим величину инвестиционных расходов, является не уровень ставки процента как таковой, а ожидаемая внутренняя норма отдачи от инвестиций, т.е. предельная эффективность капитала (по сути, речь идет об ожидаемой внутренней норме отдачи от инвестиций, оцениваемой инвестором субъективно). Инвестор принимает инвестиционное решение, сравнивая величину последней со ставкой процента. Если первая величина превышает вторую, то инвестор будет финансировать инвестиционный проект, независимо от абсолютной величины ставки процента.

В-третьих, определяющей величину сбережений является не столько ставка процента, сколько величина располагаемого дохода (напомним, что Располагаемый доход = Расходы на потребление + Сбережения, $РД = C + S$). Поэтому, если располагаемый доход экономического агента невелик, делать сбережения даже при достаточно высокой ставке процента он не сможет.

В целом же проблема преодоления кризисных явлений — это всегда проблема совокупного спроса, рассматриваемого Дж.М. Кейнсом как «ожидаемая выручка» от реализации произведенной продукции при оптимальном уровне занятости факторов производства. Поскольку в силу несовершенной конкуренции на всех рынках цены жесткие, то равновесие рынков устанавливается не на уровне оптимальной занятости ресурсов. В результате, снижение совокупных доходов ведет к падению совокупного спроса, порождая спад производства. Это, в свою очередь, негативно влияет на настроение инвесторов, на их ожидания относительно будущей внутренней отдачи от инвестиций, обуславливает пессимизм в их настроении и ведет к снижению инвестиционных расходов. Совокупный спрос падает еще больше.

Итак, в силу неравновесности рынков расходы частного сектора априори не в состоянии обеспечить величину совокупного спроса, соответствующую потенциальному объему выпуска, т.е. такую величину совокупного спроса, при которой можно было бы потребить объем выпуска, произведенного при условии оптимальной занятости ресурсов. Поэтому в экономике должен присутствовать дополнительный макроэкономический агент, которым, разумеется, должно стать государство, реализующее политику государственного активизма. Для преодоления кризисных явлений государство должно либо увеличить свой собственный спрос на товары и услуги, либо стимулировать спрос частного сектора и, таким образом, увеличить совокупный спрос. С позиции стимулирования спроса домашних хозяйств Кейнс делает вывод о том, что «наиболее разумная политика состоит в поддержании устойчивого роста общего уровня денежной заработной платы» [8, 341].

С позиции стимулирования инвестиционного спроса взгляды Дж.М. Кейнса также коренным образом отличаются от взглядов монетаристов, которые оценивают сбережения как предварительное условие для инвестиций. Последние в этом случае являются пассивным фактором, т.е. зависят от объема имеющихся сбережений. Дж.М. Кейнс придерживался противоположной точки зрения, считая, что инвестиции — это активный фактор, что «инвестиции — собака, виляющая хвостом сбережений» [8, 347]. Именно инвестиции «тянут» за собой сбережения. Данный подход дал возможность Кейнсу сформировать знаменитый «парадокс бережливости», гласящий, что если индивиды могут улучшить свой уровень жизни, сберегая больше, то для экономики в целом, переживающей существенную безработицу, этот путь катастрофичен. Иными словами, в макроэкономике реализуется свойство системы: что хорошо для части, не всегда приемлемо для целого. Традиционная теория, по мнению Кейнса, попала в ловушку «прочих равных условий». Так, теоретическое положение, что при прочих равных условиях объем сбережений зависит только от уровня процента,

превратилось в экономической теории из условного в безусловное [9, 501]. Отказ от названного постулата коренным образом меняет ситуацию.

Справедливости ради нужно отметить, что при стимулировании инвестиционного спроса ведущая роль в теории Дж.М. Кейнса отводится фискальной и бюджетной политике. Однако поздние кейнсианцы уже признавали эффективность монетарной политики, поскольку видели в ней основной инструмент управления денежной массой, кредитом и процентными ставками. В то же время «новые кейнсианцы» выделяют 2 условия, когда монетарная политика может оказаться неэффективной:

1) если процентные ставки слишком низкие, то связь между предложением денег и совокупным спросом становится незначимой. Экономика попадает в ситуацию «ликвидной ловушки». Это возможно при возросшей неопределенности, когда действие мотива «предосторожности» и спекулятивного мотива «предпочтения ликвидности» усиливается, и процент перестает влиять на кассовые остатки. Подчеркнем, что возможности центрального банка в данной ситуации невелики: объектом денежной политики являются краткосрочные ценные бумаги, операции с которыми влияют на банковскую ликвидность и уровень краткосрочного процента. С точки зрения же инвестиционного спроса решающее значение имеет долгосрочная ставка. Хотя в теории и можно предположить существование полной замещаемости между кратко- и долгосрочными активами, в действительности соответствующие рынки разделены, и поэтому изменение краткосрочного процента не всегда ведет к автоматическому изменению долгосрочного.

Данная ситуация осложняется еще и тем, что низкая ставка, которую устанавливает центральный банк в надежде стимулировать вложения в капитальные активы, ведет к росту курсов акций. В результате, у спекулянтов возникают ожидания того, что тенденция роста курсов неустойчива, и они начинают продавать акции, противодействуя тем самым усилиям первого [9, 499];

2) если ожидания инвесторов пессимистичные, то снижение процентной ставки не приведет к росту инвестиционной активности, т.е. экономика попадает в ситуацию «инвестиционной ловушки». В этом случае главная задача государства — создание инвестиционного климата доверия, расширение государственных инвестиций не как альтернативы частным, а как средства повышения стабильности на рынке капитала независимо от масштаба бюджетных вложений.

В настоящее время представители «новой кейнсианской школы» в русле кейнсианских традиций обосновывают необходимость активного вмешательства государства в макроэкономику через денежный механизм, в частности, проведения дискреционной денежно-кредитной политики.

Концепция усиления роли центрального банка на денежном рынке основывается на нескольких постулатах.

Во-первых, заработная плата, равно как и цены, имеет относительную «жесткость», поэтому они не реагируют на кратковременные монетарные шоки. Некоторая «жесткость» цен также характерна для рынка капиталов, поэтому рост денежного предложения в этих условиях вызовет в краткосрочном и среднесрочном периодах рост реального выпуска (и только частично инфляцию), а не полностью будет компенсироваться увеличением цен, как считают новые классики [9, 387].

Во-вторых, существующая асимметрия информации приводит к «иррациональному» поведению экономических субъектов и, как его результат, к неравномерному состоянию рынков. Асимметричность проявляется как на товарных рынках, так и на рынках капиталов. В этой связи участие государства является необходимым условием макроэкономической стабильности [10, 265].

В-третьих, основным инструментом монетарной политики должна стать процентная политика, которая в большей степени, чем денежная масса, подконтрольна центральному банку. В этом смысле у центральных банков имеет-

ся больше возможностей по регулированию процентных ставок, чем по корректировке денежной массы.

Процент по сравнению с абсолютными параметрами денежной массы демонстрирует большую связь с выпуском, что важно с позиции эффективности денежно-кредитного регулирования. Кроме того, с позиции транспарентности деятельности центрального банка в сфере монетарного регулирования процентные ставки — более «прозрачный», понятный экономическим агентам инструмент (в отличие от денежных агрегатов). Изменяя процент, центральный банк в определенной степени может влиять и на величину денежной массы.

В-четвертых, даже процентная политика может оказаться недостаточно эффективной (как мы отмечали, в определенных условиях связь между предочтением ликвидности и процентом снижается). В этом случае для активизации производства центральный банк может использовать кредитный канал монетарной политики, так как доступность кредита и объемы его предоставления чрезвычайно важны для усиления экономической активности [11; 12, 167].

В свою очередь банки также влияют на предложение кредита, поскольку они могут отказаться от его дальнейшего расширения, если посчитают, что кредитные риски достаточно высоки. Такая ситуация возможна даже в случае снижения процента центральным банком с целью стимулирования кредитования национальной экономики. Представляется, что в этом случае особо важны государственные кредитные вложения, что актуально в условиях кризисных явлений и должно учитываться центральным банком.

Из изложенного, на наш взгляд, вытекает, что для преодоления негативных последствий кризиса недостаточно мер по спасению банковской системы и стимулированию совокупного (и, в частности, потребительского) спроса. Активизацию роли государства по преодолению последствий мирового финансового кризиса надо увязать с формированием национальной кредитно-инвестиционной системы, ориентированной не только на стимулирование внутреннего производства, реализацию предпринимательских проектов, создающих дополнительную добавленную стоимость, но и на ускоренное развитие нового технологического уклада.

Важно понимать, что в современных условиях определяется будущая «ниша» нашей страны в шестом ТУ. В то же время мировой кризис показал «инновационную устойчивость» различных стран. Так, в 2009 г. в инновационной сфере США и Германия снизили число регистрируемых патентов более чем на 10 %, Япония, в свою очередь, — увеличила на 10 %. Индия в том же году выпустила программного обеспечения на 40 млрд дол. США и планирует выйти на 60 млрд в 2010 г. В Китае рост количества изобретений и внедрения новых технологий за последние 2 года — более 30 %, в России — сокращение на 30 % [13, 152].

Представляется, что данная проблема крайне актуальна и для нашей страны, так как возможности технологического обновления производства, темпы наращивания выпуска инновационной конкурентоспособной продукции зависят от того, насколько инвестиционные возможности организаций выходят за рамки самофинансирования. Ведущую роль здесь играет доступность кредита для целей инновационного развития производства.

Последнее является крайне важным, так как если обрабатывающая промышленность может работать при ставках по кредитам 12–14 % годовых, то инновационные производства — не выше 5–6 % [13, 85]. Очевидно, что на общих (рыночных) условиях кредитов по таким процентным ставкам в настоящее время в Беларуси нет. Именно поэтому государство должно взять на себя не только функции по определению стратегии инновационного развития, но и целенаправленную кредитную поддержку ускоренного развития нового ТУ. Важным фактором должна стать денежно-кредитная политика Национального банка Республики Беларусь, механизм предоставления целевых кредитов, выделяемых государством для поддержки инноваций.

Подобную схему в свое время успешно использовала, например, Южная Корея, где модернизация проводилась благодаря политической воле прави-

тельства путем принятия соответствующих решений на государственном уровне (вплоть до того, что 40 % ВВП вкладывалось в развитие новых технологий) [13, 89].

В этой связи, на наш взгляд, необходимо, используя возможности центрального банка как кредитора экономики, через государственный институт (государственную специализированную небанковскую кредитно-финансовую организацию, создание которой планируется Национальным банком Республики Беларусь) решить проблему нехватки кредитных ресурсов для инновационной модернизации отечественной промышленности.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. Казимагомедов, А.А. Причинно-следственный анализ глобального финансового кризиса и меры по его преодолению / А.А. Казимагомедов // Банк. услуги. — 2010. — □ 2.
2. Экономический кризис в России: экспертный взгляд / под общ. ред. И.Ю. Юргенса. — М.: Экон-Информ, 2009.
3. Головнин, М. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации / М. Головнин // Вопр. экономики. — 2004. — □ 4.
4. Kindleberger, Ch.P. Manias, Panics, and Crashes / Ch.P. Kindleberger, P.I. Aliber // Сайт экономического портала [Electronic resource]. — 2006. — Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/kindleberger>
5. — Date of access: 10.04. 2010.
5. Bernanke, D. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? / D. Bernanke, M. Gertler // Сайт экономического портала [Electronic resource]. — 2004. — Mode of access: <http://www.princeton.edu/~bernanke/currentpapers.htm>. — Date of access: 10.04. 2010.
6. Rogoff, K. Inflation is Now the Lesser Evil / K. Rogoff // Сайт экономического портала [Electronic resource]. — 2005. — Mode of access: // <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff>
76. — Date of access: 10.04. 2010.
7. Кондратьев, Н.Д. Большие циклы конъюнктуры: доклады и их обсуждения в Институте экономики. — М.: РАНИОН, 1928.
8. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Прогресс, 1978.
9. История экономических учений: учеб. пособие / В.С. Автономов [и др.]; под ред. В.С. Автономова, О.И. Ананьева, Н.А. Макашевой. — М.: ИНФРА-М, 2000.
10. Taylor, J.B. The Role of the Exchange Rate in Monetary — Policy Rules / J.B. Taylor // American Economic Review. — 2001. — □ 91(2).
11. Stiglitz, J.E. Credit Ration in Markets with Imperfect Information / J.E. Stiglitz, A. Weiss // American Economic Review. — 2001. — □ 71 /3.
12. Шумпетер, Й. Теория экономического развития / Й. Шумпетер. — М.: Прогресс, 1983.
13. Системный мониторинг: Глобальное и региональное развитие / Д.А. Халтурина [и др.]; под ред. Д.А. Халтуринной, А.В. Коротаева. — М.: УРСС, 2009.

Е.С. ПОНОМАРЕВА

ЭВОЛЮЦИЯ ПРЕДСТАВЛЕНИЙ О СУЩНОСТИ РИСКА В БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Изучение проблемы риска и неопределенности начиналось в небольшой группе частных наук: в некоторых разделах математики, статистики, в ряде правовых и экономических дисциплин. В дальнейшем сущность риска исследовалась в ряде конкретных наук: в теории игр, вероятностей, операций, катастроф, принятия оптимальных решений для конкретного анализа некоторых направлений; в многозначной и многовариантной логике, общей и социальной психологии, военных, экономических, демографических, медицинских, био-

Елена Сергеевна ПОНОМАРЕВА, соискатель кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета, гл. бухгалтер филиала Минская городская дирекция ОАО «Белинвестбанк».

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