

ВОЗМОЖНОСТИ И ПРЕДЕЛЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ**Ковалёв Александр Васильевич**, к.э.н., доцент**Белорусский национальный технический университет**Kavaliou Aliaksandr, Ph.D., Belarusian National Technical University,
kavaliou.aliaksandr@gmail.com

Аннотация. Рассмотрена проблема невозможности создания неинфляционных денег путем льготного селективного финансирования инфраструктурных проектов. Ограниченность монетарной политики обусловлена неспособностью увеличить доступный для общества объем ресурсов. Сделан вывод о том, что предпочтительным инструментом привлечения финансирования в подобные проекты являются корпоративные облигации.

Ключевые слова: деньги, ставка процента, монетарная политика, бизнес-цикл.

Экономика Беларуси в очередной раз переживает переломный момент. И даже если исключить все политические катаклизмы, оказывающие непосредственное воздействие на различные отрасли отечественного хозяйства, то и в этом случае остается проблема недостатка ресурсов для осуществления инвестиционных проектов. В этих условиях все чаще в докладах конференций и научных публикациях встречаются идеи «неинфляционных» кредитов под отрицательную, нулевую или близкую к нулю ставку процента, которые будут выдаваться государственным предприятиям для реализации в первую очередь инфраструктурных проектов. Усугубляется ситуация резкими изменениями в денежной сфере: в поисках стабильной денежной единицы предпринимательский сектор предложил миру криптовалюту как предвестника системы децентрализованных денег – и встречным шагом со стороны государства стало появление национальных цифровых валют коммерческих банков, а позже и внедрение в оборот цифровой валюты центральных банков. Нам представляется, что идея беспроцентного финансирования экономики не только не приведет к ожидаемому ее адептами результату, но наоборот, способна вызвать коллапс всей экономической системы – и обоснование данного тезиса представляет собой цель настоящей статьи.

Конечно, мы не станем отрицать возможность монетарной политики воздействовать на процентные ставки финансового рынка как опосредовано через изменение денежной массы, так и непосредственно, равно как и то, что мягкая денежная политика способна в краткосрочном периоде привести к повышению инвестиционного спроса и стимулировать напряжение хозяйственной конъюнктуры. В то же время мы не можем согласиться со сторонниками расширения подобной практики до уровня нулевых и отрицательных процентных ставок, которое якобы представляет собой просто автоматическое продолжение той же экспансионистской политики. В действительности даже в странах, где отрицательная ставка применялась по операциям с государственными

облигациями и с «избыточными» резервами коммерческих банков, ставки по кредитам и депозитам не перешли в отрицательную зону [1].

Вместе с тем, создание дополнительных кредитных денег само по себе, не сопровождающееся ростом национальных сбережений, не способно привести к *устойчивому* экономическому росту, что демонстрируется следующим рассуждением, соответствующем теории экономического цикла австрийской школы экономики [2; 3]. Сложившаяся структура общественного производства подчинена структуре товарного спроса: в широком смысле объем производства потребительских товаров соответствует объему потребительского спроса домашних хозяйств, а объем производства капитальных благ – спросу со стороны предпринимательского сектора. Мы намеренно оставляем в стороне вопрос о том, что и такая структура могла стать результатом различного рода искажений потребительских предпочтений в формах ценового и налогового регулирования или предъявления спроса через закупки за счет средств бюджета. Важно то, что в момент времени t_0 национальный продукт произведен в конкретной натурально-вещественной форме и состоит из конкретных капитальных и потребительских благ. Политика, нацеленная на снижение процентной ставки (либо прямое селективное кредитование), окажет на хозяйственную систему двойное воздействие: во-первых, при понизившейся процентной ставке предприниматели начнут реализацию инвестиционных проектов, которые ранее являлись некупаемыми; во-вторых, прирост финансовых возможностей предприятий немедленно создаст дополнительный спрос на капитальные блага. Однако поскольку количество капитальных благ в натуральном выражении по мановению волшебной палочки увеличить мгновенно невозможно, это вызовет тенденцию к росту их цены. Конечно, можно возразить, что оборудование может быть поставлено из-за границы, но такие поставки: а) ограничены санкционными мерами; б) вызовут рост спроса на иностранную валюту и рост ее курса, что приведет к нарастанию инфляционно-девальвационных ожиданий и отток из банковской системы депозитов, представляющих собой основу банковских резервов. Кроме того, снижение процентных ставок явно не будет способствовать увеличению сбережений – и даже если институционально-правовые условия депозитных договоров ограничат отток средств из банковской системы, объем потребительского спроса как минимум не снизится. Растущие цены капитальных товаров выступят сигналом для предпринимателей изменить структуру производства – и в момент времени t_1 доля капитальных благ в ней увеличится, в то время как производство потребительских благ уменьшится. Повторим, что это произойдет в условиях сохранившегося объема спроса, то есть цены потребительских товаров также будут подталкиваться вверх. Таким образом, никакой безинфляционной основой такая система не обладает, а значит, реально заплатить за проект придется тем экономическим субъектам, которые сохранили на руках денежные активы. Надо ли объяснять, как быстро начнется бегство от денег при высокой финансовой грамотности белорусов? Еще более радикально ситуация будет развиваться в случае предоставления займов под номинальную отрицательную процентную ставку.

Конечно, если бы инвестиционные проекты были настолько молниеносны, что уже в обозначенный гипотетический период t_1 новые созданные инфраструктурные возможности привели бы к росту производства потребительских товаров, то роста цен можно бы было избежать, но в действительности раскрутка новых производственных цепочек охватывает длительный период, что легко наблюдать на примере инфраструктурного проекта – строительства БелАЭС. Более того, потребительский спрос неизбежно вырастет. Дело в том, что в условиях перестройки структуры производства для новых инвестиционных проектов кроме полученных капитальных потребуются дополнительные комплементарные блага, в том числе конкретный труд – и борьба предприятий за обладание данными ресурсами приведет к росту зарплат рабочих востребованных специальностей и соответствующему росту их потребительского спроса.

Так или иначе, столкнувшись с ростом цен, Национальный банк встанет перед дилеммой: либо компенсировать падение реальной заработной платы ростом номинальной с соответствующим ростом денежной массы и угрозой гиперинфляции, что едва ли является приемлемой платой за реализацию идеи льготного финансирования, либо принять меры по сокращению денежной массы через повышение процентных ставок. В этом случае квазибум будет прекращен, произойдет возврат к прежним методам производства. Начатые под заниженную ставку инвестиционные проекты окажутся нерентабельными по новой – и часть их будет брошена, а часть заморожена до накопления в обществе достаточного для их завершения капитала.

Следует учитывать также и возможные изменения в спросе на деньги в связи с нарастанием неопределенности. К примеру, в Беларуси в последние годы нарастание инфляционных ожиданий достаточно быстро проявлялось в падении доверия к банковской системе, выражаемое через количество доверяемых ей сбережений. Динамика показателя «другие депозиты физических лиц», включающего переводные депозиты, не служащие инструментом сбережения, за последние три года выглядела следующим образом: на 1.1.2020 г. их объем составлял 5 134,4 млн. руб., на 1.1.2021 г. – 4 532,6 млн. руб., на 1.1.2022 г. – 5 098,8 млн. руб. при годовом уровне инфляции за 2021 год 9,7 %. Еще явственнее выглядит за тот же период динамика валютных депозитов физических лиц (в млн. долл. США): 7 538,1 – 5 849,8 – 5 187,6 соответственно [4].

Наконец, ключевой вопрос – идет ли изначально речь о заведомо убыточных проектах? Если да – то почему вообще необходимо их финансировать? Если нет, и эти инфраструктурные проекты рентабельны, то почему они должны финансироваться не под рыночную, а под нулевую или близкую к ней процентную ставку? Конечно, аргументы сторонников описанной модели будут сводиться к необходимости перераспределения ресурсов в пользу «реального» сектора, но в действительности ресурсы будут отниматься у одних отраслей промышленности в пользу других, т.е. промышленность в целом окажется в неизменном состоянии. Если же в качестве аргумента выдвигать общественно-хозяйственную значимость данных проектов, которую не способны оценить предприниматели и иные экономические субъекты, что делает данные проекты неэффективными, но данную «точку роста» предугадал правительственный чиновник или некий эксперт, то не честнее ли будет финансировать такие проекты либо за счет принудительных сбережений (налогов и соответствующих государственных инвестиций), либо за счет сбережений добровольных посредством выпуска соответствующих корпоративных облигаций? Последнее сложнее, но с точки зрения долгосрочного воздействия на экономику гораздо более благоприятно, так как потребители в этом случае откажутся от текущего потребления, и на потребительском рынке ослабнет давление спроса. Однако в этом случае приобретателям облигаций длительного срока действия (речь ведь идет об инфраструктурных проектах) необходимо предложить сколь-либо приемлемую ставку в реальном исчислении.

Таким образом, проект льготного финансирования инфраструктурных проектов не только не является «неинфляционным», как этого хотелось бы его сторонникам, но представляется неспособным достичь тех целей, ради которых он задумывается. Только обеспеченные национальными сбережениями инвестиции могут обеспечить устойчивый экономический рост.

Список использованных источников

1. Ковалёв, А.В. Отрицательные ставки процента: неудавшийся эксперимент или долгосрочный тренд? / А.В.Ковалёв // Банковский вестник. – 2019. – № 6. – с. 14 – 21.
2. Уэрта де Сото, Х. Деньги, банковский кредит и экономические циклы / Х.Уэрта де Сото // Челябинск: Социум, 2008. 663 с.
3. Ковалёв, А.В. Теория экономического цикла австрийской школы: эволюция и современное состояние / А.В.Ковалёв // Экономическая политика. – 2015. – № 2. – с. 43 – 62.
4. Широкая денежная масса [Электронный ресурс] // Национальный банк Республики Беларусь. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney>. – Дата доступа: 09.04.2022.