

ОБЕСПЕЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ И ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ: КОНФЛИКТ ИЛИ ГАРМОНИЯ ЦЕЛЕЙ?

П.В. КАЛЛАУР

*Национальный банк Республики Беларусь,
г. Минск, Республика Беларусь*

ВВЕДЕНИЕ

На протяжении многих лет в экономической литературе ведется дискуссия по поводу того, как соотносятся монетарная стабильность и стабильность финансовой системы. Экономисты, ученые и практики, задаются вопросами: существует конфликт или гармония между целями обеспечения монетарной и финансовой стабильности в экономике; нужно ли центральному банку содействовать обеспечению финансовой стабильности в экономике либо ему необходимо сосредоточиться исключительно на обеспечении ценовой стабильности? Ответы на эти вопросы имеют большую практическую направленность и представляют особый интерес для центральных банков.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ

Под монетарной стабильностью понимают обеспечение внутренней и внешней устойчивости покупательной способности национальной денежной единицы. В настоящее время приоритет отдается поддержанию внутренней монетарной стабильности. Так, ценовая стабильность, по сути эквивалент внутренней монетарной стабильности, во многих странах провозглашена конечной целью монетарной политики. При этом монетарная политика представляет собой элемент государственной экономической политики и заключается в регулировании объема денежной массы в обращении. Основная ответственность за проведение монетарной политики и обеспечение монетарной стабильности обычно лежит на центральном банке.

Следует заметить, что ценовая стабильность не означает неизменность общего уровня цен или нулевой темп инфляции. Как определил бывший руководитель Федеральной резервной системы США А. Гринспэн, ценовая стабильность – это ситуация, при которой «домашние хозяйства и предприятия, принимая решения о сбережениях и инвестициях, могут без риска игнорировать вероятность продолжительных снижений или повышений обобщенных цен» [1].

В свою очередь, финансовая стабильность представляет собой стабильность финансовой системы (институтов, рынков и инфраструктуры), то есть ситуацию, в которой финансовая система эффективно способствует распределению финансовых ресурсов в экономике, обеспечивает управление финансовыми рисками в экономике и способна абсорбировать негативные экономические шоки. В международной практике, в том числе в деятельности МВФ, направление экономической политики, связанное с регулированием, надзором и контролем за финансовыми и платежными системами, включая рынки и организации, в целях содействия финансовой стабильности, эффективности рынков и защиты активов клиентов и интересов потребителей, получило название «финансовая политика» [2]. Разные государства используют широкий диапазон организационно-правовых механизмов, определяющих, на какой именно государственный орган возложена исключительная ответственность за регулирование финансовых и платежных систем, а также надзор и контроль за ними. Как правило, проведением финансовой политики и обеспечением финансовой стабильности занимаются правительство, центральный банк и специализированные финансовые агентства.

Каким образом финансовая стабильность связана с монетарной стабильностью? Взаимозависимость между монетарной и финансовой стабильностью можно проиллюстрировать через функции центрального банка, в том числе через механизм эмиссии денег в экономике.

Увеличение денежной массы в экономике происходит вследствие изменения резервных денег центрального банка (денежной базы) и/или изменения денежного мультипликатора. В процессе расширения денежного предложения участвуют центральный банк и коммерческие банки. Следовательно, неплатежеспособность банков, которая является одним из проявлений системной финансовой нестабильности, угрожает нормальному функционированию механизма эмиссии денег в экономике. Неустойчивость банковской системы ведет к тому, что экономика утрачивает механизм, который позволял бы выполнять функцию центрального банка, связанную с эмиссией денег в экономике.

Учитывая то, что окончательность расчетов в национальной платежной системе достигается при проведении сумм по корреспондентским счетам банков, открытым в центральном банке, очевидна зависимость их совершения от наличия денежных средств на этих счетах. Финансовая нестабильность в виде системной неликвидности банковского сектора ведет к снижению остатков средств на корреспондентских счетах банков, то есть к сжатию денежной базы. Это ставит под угрозу окончательность расчетов в экономике и, по сути, функционирование всей платежной системы.

Кроме того, в условиях финансовой нестабильности резко снижается доверие экономических агентов к финансовым институтам. Возникающая среди клиентов банков паника приводит к «набегам» вкладчиков на банки с целью изъятия депозитов. Сокращение депозитов сопровождается соответствующей корректировкой структуры бухгалтерских балансов коммерческих банков, в том числе сокращением активов банков, в частности, кредитов.

Таким образом, в условиях нарушения финансовой стабильности для обеспечения обязательств перед клиентами банки изыскивают дополнительную ликвидность на внутреннем и внешнем рынках. Однако в тех случаях, когда финансовая нестабильность носит системный характер, работа рынка межбанковского кредитования обычно парализована, а нерезиденты прекращают финансирование национального банковского сектора. В этом случае функционирование банковской системы во многом зависит от способности владельцев банков (или правительства) оперативно предоставить дополнительные денежные ресурсы банкам, а также от того, как центральный банк выполняет функцию кредитора последней инстанции.

В общем виде повышение спроса со стороны банков на ликвидность в условиях финансовой нестабильности эквивалентно росту спроса на денежную базу. Если центральный банк удовлетворяет спрос на ликвидность в рамках выполнения функции кредитора последней инстанции, то будет происходить рост денежной базы, а также изменение других денежных агрегатов, что может повлиять на достижение монетарной стабильности. Конфликт целей монетарной и финансовой стабильности наиболее ярко проявляется при решении следующего вопроса: предоставлять ли центральному банку дополнительную ликвидность коммерческим банкам, попавшим в кризисную ситуацию, если повышение ликвидности банков угрожает ценовой стабильности?

Рассмотрение финансовой стабильности сквозь призму функций центрального банка показывает, что деятельность центрального банка неразрывно связана с обеспечением финансовой стабильности. Данного мнения придерживался и Р.У. Фергюсон, который, входя в высшие органы управления Федеральной резервной системы США, утверждал, что финансовая стабильность была и всегда будет фундаментальной целью деятельности центральных банков, а многие центральные банки, включая ФРС, были учреждены отчасти для того, чтобы служить оплотом против хронических эпизодов финансовой нестабильности. Более того, он полагал, что обеспокоенность финансовой стабильностью лежала в основе разработки закона о Федеральной резервной системе [3].

Обзор исследований финансовых и экономических кризисов показывает, что многие кризисы финансовой системы были спровоцированы изменением общего уровня цен [4]. В теориях финансового кризиса, которые основаны на эмпирическом анализе, также присутствует понимание, что ценовая и финансовая стабильность взаимно усиливают друг друга в долгосрочной перспективе. Ключевым вопросом в контексте данной проблематики, на который пытаются дать ответ экономисты-теоретики и экономисты-практики, остается вопрос о достаточности ценовой стабильности для обеспечения финансовой стабильности. Достаточно ли поддерживать стабильность цен в экономике для того, чтобы обеспечивалась стабильность финансовой системы?

Некоторые экономисты считают, что поддержание стабильности цен – почти достаточное условие для обеспечения финансовой стабильности. Другие утверждают, что ценовая стабильность лишь способствует обеспечению финансовой стабильности.

Например, К. Борио классифицировал взгляды на взаимодействие ценовой, финансовой и экономической стабильности на ортодоксальные и неортодоксальные. В соответствии с ортодоксальной точкой зрения ценовая стабильность является достаточным условием для экономической стабильности. Сторонники неортодоксальной точки зрения, к которым относится и сам К. Борио, отмечают недостаточность ценовой стабильности для достижения макроэкономической стабильности и утверждают, что периодическое накопление финансовых дисбалансов имеет важное значение для динамики производства и инфляции [5]. В соответствии с неортодоксальными взглядами органы денежного регулирования должны быть готовы корректировать монетарную политику в целях противодействия нарастанию дисбалансов в финансовой системе в ситуациях, когда инфляционное давление в краткосрочном периоде не проявляется.

Международный опыт последних десятилетий показывает, что ценовая стабильность является необходимым, но недостаточным условием финансовой стабильности. Так, финансовые кризисы могут возникать даже в условиях стабильности потребительских цен (как это было в Японии и США).

В целом, экономисты-практики пришли к консенсусу относительно существования взаимосвязи между ценовой и финансовой стабильностью. Они рассматривают данные цели как равнозначные целевые ориентиры экономической политики. При этом поддержание монетарной стабильности способствует в долгосрочной

перспективе достижению финансовой стабильности, и наоборот. Вместе с тем в краткосрочной перспективе необходимость обеспечения ценовой стабильности может вступать в противоречие с требованием поддержания стабильности финансовой системы.

Рассмотрим один из возможных вариантов зарождения конфликта целей монетарной и финансовой стабильности подробнее.

Краткосрочный конфликт интересов при обеспечении монетарной и финансовой стабильности возможен, например, при асимметричном воздействии макроэкономических шоков на денежную и финансовую сферы.

Общезвестно, что макроэкономические факторы, а в условиях открытой экономики и внешнеэкономические факторы, имеют большое значение для обеспечения ценовой стабильности. Экономические теории, объясняющие феномен инфляции, обязательно учитывают влияние немонетарных факторов на рост цен, а центральные банки при проведении денежно-кредитной политики в обязательном порядке включают в модели трансмиссионного механизма монетарной политики показатели, отражающие реальную деловую активность в экономике.

Международная банковская практика также свидетельствует о том, что механизм развития финансового кризиса все чаще запускают внешние по отношению к финансовой системе шоки, главным образом макроэкономические факторы. Так, в 90-е годы истекшего столетия заметную роль в развитии банковских кризисов в Финляндии, Норвегии и других странах сыграло ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, к которому реальный сектор экономики и финансовая система оказались не готовы. Неслучайно в отчетах о финансовой стабильности, издаваемых центральными банками многих государств, исходной точкой для анализа финансовой стабильности является оценка состояния внутренней и внешней макроэкономической среды, а уже затем, во вторую очередь, исследуются риски и уязвимости самого финансового сектора.

Таким образом, денежно-кредитная сфера и банковская система находятся в постоянном взаимодействии с внешней макроэкономической средой. Вместе с тем одни и те же макроэкономические факторы могут оказывать разное, асимметричное воздействие на эти сферы, требуя противоположной реакции со стороны органов государственного управления.

В частности, ухудшение внешнеторговой конъюнктуры, которое ведет к сокращению экспорта и ухудшению сальдо текущего счета платежного баланса, способствует нарастанию напряженности на внутреннем валютном рынке и снижению доверия к национальной денежной единице, угрожая одновременно монетарной и финансовой стабильности.

Однако, чтобы не допустить резкого снижения обменного курса в условиях снижения валютных поступлений от экспорта и не создавать угрозы ценовой стабильности, центральному банку требуется ужесточить монетарную политику и повысить процентные ставки на внутреннем денежном рынке. Этим он будет стимулировать дополнительный приток иностранного капитала в страну (в случае свободного трансграничного перемещения капитала), обеспечит выравнивание спроса на национальную валюту и финансирование сальдо текущего счета.

В то же время повышение процентных ставок на внутреннем рынке межбанковского кредитования в условиях снижения экспортной валютной выручки предприятий повышает риски для банков, которые кредитуют реальный сектор экономики. В случае продолжительного действия внешнего дисбаланса финансовое состояние предприятий-экспортеров ухудшится, а риск невозврата кредитов возрастет. Кроме того, недостаточное предложение иностранной валюты стимулирует девальвацию национальной валюты. Последняя, в свою очередь, может повышать валютные риски банков и предприятий, способствовать снижению спроса на национальную валюту и сокращению депозитов в национальной валюте. Наблюдаемое в результате указанных процессов снижение ликвидности банков повышает риск их неплатежеспособности. Следовательно, с точки зрения стабильности финансовой системы, повышение процентных ставок может быть нежелательной мерой.

Таким образом, возможность одновременного обеспечения ценовой и финансовой стабильности в краткосрочном плане в рассмотренной ситуации зависит от текущего уровня ценовой стабильности и устойчивости банковской системы, характеристик канала обменного курса в трансмиссионном механизме монетарной политики, доверия к банковской системе и национальной валюте, гибкости режимов монетарной и финансовой политики.

Краткосрочный конфликт целей монетарной и финансовой стабильности наблюдался в республике в конце прошлого – начале текущего года в условиях ухудшения внешнеэкономической ситуации.

В Республике Беларусь поддержание монетарной стабильности обеспечивают Национальный банк и Правительство. Кроме того, в компетенцию Национального банка входит обеспечение таких составляющих финансовой стабильности, как укрепление банковской системы и обеспечение эффективного, надежного и безопасного функционирования платежной системы.

Результаты социально-экономического развития республики за последние годы свидетельствуют о значительных успехах в области снижения темпов инфляции и девальвации, а также в области обеспечения устой-

чивости банковской системы. Так, темп прироста потребительских цен снизился с 46,1 % в 2001 г. до 6,6 % в 2006 г. Снижение официального обменного курса белорусского рубля к доллару США в 2001 г. составило 33,9 %, в 2006 г. обменный курс белорусского рубля укрепился на 0,6 %. Системных кризисных проявлений в банковском секторе в данном периоде удалось избежать.

Экономика республики относится к типу малых открытых экономик, поэтому внешнеэкономические отношения играют в ней особо важную роль, а внешние дисбалансы представляют потенциальную угрозу макроэкономической стабильности. Более того, сильная зависимость от одной страны в импорте топливно-энергетических ресурсов, недостаточно высокая диверсификация отечественного экспорта, низкий приток прямых иностранных инвестиций и другого долгосрочного иностранного капитала в экономику республики повышают потенциальную уязвимость ее реального сектора и финансовой системы к изменениям внешнеэкономической конъюнктуры, налагают дополнительные ограничения при проведении денежно-кредитной политики и политики в отношении устойчивости банковской системы.

В частности, особенностью начала прошедшего года стало функционирование отечественной экономики в условиях повышения цен на импортируемые энергоносители. Предшествующая ему неопределенность, возникшая вследствие затягивания переговорного процесса о поставках топливно-энергетических ресурсов, явилась дополнительным негативным внешним фактором для денежно-кредитной сферы и банковской системы. Напомню, что в результате указанной неопределенности, начиная с середины декабря прошлого года по февраль текущего года, отмечался повышенный спрос населения на иностранную валюту, в 4-5 раз превышавший среднегодовую норму.

Все это усложнило поддержание монетарной и финансовой стабильности. В частности, поддержание стабильности цен и обменного курса белорусского рубля потребовало относительного ужесточения монетарной политики (увеличения процентных ставок и ограничения ликвидности банковской системы). В свою очередь, обеспечение финансовой стабильности, в условиях интенсивного кредитования реального сектора экономики, требовало недопущения чрезмерного сжатия ликвидности банковской системы, что в определенной мере обусловило избранные пределы повышения процентных ставок.

Кроме того, ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры наглядно продемонстрировало, что в условиях реализации монетарной политики с использованием таргетирования обменного курса белорусского рубля в экономической системе, которая зависит от кредитной поддержки со стороны национальной банковской системы и не имеет значительных внешних источников финансирования, ужесточение денежно-кредитной политики без существенных последствий для устойчивости банковской системы и темпов экономического роста возможно лишь на краткосрочных интервалах.

Можно отметить, что действия Национального банка и Правительства в указанной непростой обстановке были правильными и на краткосрочном интервале принесли положительный результат. Несмотря на отмеченную напряженность во внешнеэкономической среде, Национальный банк в первом квартале 2007 года в целом обеспечил устойчивость национальной денежной единицы, стабильность на валютном рынке, а также устойчивость банковской системы. Имевшегося запаса прочности белорусской банковской системы хватило для сохранения стабильности экономики: существенного ухудшения макроэкономической ситуации не произошло, а деловая и инвестиционная активность в большинстве отраслей осталась достаточно высокой.

Вместе с тем ситуация начала года подтверждает, что в среднесрочной перспективе в условиях продолжительного внешнеэкономического дисбаланса монетарная политика должна обладать определенной гибкостью с тем, чтобы учитывать состояние банковского сектора, не вести к замедлению темпов кредитования и рациональному кредиту банками и содействовать на этой основе долгосрочному экономическому росту. Следовательно, усилия государственных органов в части обеспечения монетарной и финансовой стабильности должны координироваться, а соответствующие направления экономической политики должны обладать определенной гибкостью и учитывать состояние как денежной сферы, так и финансовых институтов и рынков.

ВЫВОДЫ

Существование взаимосвязи между монетарной и финансовой стабильностью находит подтверждение в практическом опыте работы центральных банков и правительств. Эта взаимосвязь обуславливает необходимость координации монетарной и финансовой политики. Кроме того, анализ показывает, что макроэкономические и внешнеэкономические шоки могут требовать асимметричных мер со стороны органов государственного экономического регулирования для обеспечения стабильности цен и финансовой системы. Нейтрализация негативного влияния продолжительных внешнеэкономических дисбалансов только мерами монетарной политики и усилиями банковской системы без ущерба для монетарной и финансовой стабильности невозможна. Для решения последней задачи требуется также реализация комплекса мероприятий макроэкономической, структурной, фискальной и внешнеэкономической политики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Alan Greenspan: Testimony before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs / A. Greenspan. – U.S. Senate, 13 July 1988.
2. Международный валютный фонд. Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике: декларация принципов. – 1999. – 19 с.
3. Ferguson, R.W. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? / R.W. Ferguson // Conference on «Challenges to Central Banking from Globalized Financial Markets», International Monetary Fund, Washington D.C., 17 September 2002.
4. Issing, O. Monetary and financial stability – is there a trade-off? / O. Issing // Conference on «Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle», Bank for International Settlements, Basel, 28 – 29 March 2003.
5. Borio, C. Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century / C. Borio // Bank for International Settlements Working Paper. – 2003. – № 216.

MAINTENANCE OF MONETARY AND FINANCIAL STABILITY: A CONFLICT OR A HARMONY OF PURPOSES?

P.V. KALLAUR

Summary

The interrelation between monetary and financial stability, which causes the necessity of coordinating the monetary and financial policy has been analyzed in the article. The neutralization of the negative influence of long external economic imbalance only by means of monetary policy and the efforts of the bank system without a damage to monetary and financial stability is impossible. For the solution of the problem, the realization of a complex of macroeconomic, structural and fiscal actions is required.

Поступила в редакцию 15 февраля 2008 г.