

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

УДК 339.7+336.7

С.А.Буковинский, канд. экон. наук

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

О.Л.Ярёменко, д-р экон. наук

Институт экономики и прогнозирования НАН Украины

ГЛОБАЛЬНАЯ ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ: ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РИСКИ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ УКРАИНЫ

Рассматривается влияние глобальной финансовой нестабильности на институциональную среду денежно-кредитной политики Украины. Доказывается, что необходимость выполнять конституционные функции вынуждает центральные банки распространять свою компетенцию на смежные зоны финансового рынка, что создаёт дополнительные риски и издержки для денежно-кредитной политики.

Кризис 2008–2009 годов стал началом процесса ухудшения качества сотрудничества основных участников глобальной системы. По многим признакам глобализация как этап фундаментальных сдвигов приближается к фазе глубокого институционального переформатирования. Об этом свидетельствуют не только дефицит продовольствия, воды и энергоресурсов, но и дефицит глобальных правил и норм, доверия, конфликты на транснациональном и межгосударственном уровнях по поводу условий торговли, движения капитала, обменных курсов, разворачивающиеся на фоне широкого спектра кризисных явлений. Нарушается традиционное разграничение полномочий и ответственности разных по сфере функционирования институций, всё чаще возникают зоны пересечения или, наоборот, мёртвые зоны, не охваченные чёткими правилами и запретами. Наглядным проявлением такого несоответствия могут служить постоянные попытки МВФ расширить свои полномочия в мировых финансах до уровня контроля за бюджетным процессом в суверенных (пока ещё) государствах. Но поскольку при этом не идёт речи об адекватном расширении ответственности МВФ, то в случае реализации подобные меры будут приводить к конфликтам и ухудшению качества кооперации в мировом масштабе.

Возникает вопрос о необходимости более активного вмешательства центральных банков в такие функциональные сегменты финансового рынка, как недвижимость, финансовое посредничество, деятельность хедж-фондов, оборот сложных финансовых инструментов. В странах Еврозоны на повестку дня поставлено сокращение полномочий национальных регуляторных органов и их увеличение в пользу наднациональных органов¹. Начался процесс обеспечения каждой новой проблемной зоны финансового рынка соответствующим регулятивным органом.

¹ Как отмечает С.Науменкова, для современной регуляторной практики в финансовом пространстве Еврозоны характерно резкое ограничение зоны регуляторного влияния на национальном уровне вследствие приоритетности решений новых общеевропейских регуляторов над решениями национальных надзорных органов. См.: Науменкова С. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 12. – С. 5.

Сегодня национальная монетарная власть должна исходить из того, что денежно-кредитная политика (ГКП) формируется и реализуется в более неопределённой и конфликтной среде, чем это было в докризисный период.

Основой формирования и реализации денежно-кредитной политики является учёт и актуальная интерпретация главной конституционной функции Национального банка – достижения стабильности денежной единицы путём обеспечения ценовой стабильности в стране. Объективные показатели свидетельствуют, что денежно-кредитная система Украины в 2011 году находилась в фазе более-менее устойчивого развития, но на фоне значительных макроэкономических диспропорций, накопленных в предыдущий период. Тенденции развития формировались в условиях умеренных темпов экономического роста, замедления ценовой динамики потребительского рынка и одновременного ухудшения платёжного баланса.

Общий уровень потребительских цен на протяжении 2011 года повысился на 4,6%, это самое низкое значение за последние девять лет. Снижение инфляции на фоне стабильности обменного курса гривни можно расценивать как главный результат денежно-кредитной политики. Темпы прироста монетарных агрегатов были низкими и заметно уступали соответствующим показателям предыдущего года, а их динамика определялась, в основном, колебаниями спроса и предложения на валютном рынке и движением денег на правительственных счетах.

Рост депозитов, который сопровождался умеренной динамикой наличности, благоприятно отразился на структуре денежной массы. Наблюдался рост денежного мультипликатора. Темпы роста остатков по кредитам заметно превысили значение предыдущего года, однако были на порядок ниже, чем в предкризисный период. Основным каналом эмиссии (по чистым остаткам) по итогам 2011 года была покупка Национальным банком Украины государственных ценных бумаг. Параллельно с этим Национальным банком были проданы значительные объёмы иностранной валюты, что имело стерилизационный эффект и отразилось на росте стоимости денег. В течение 2011 года монетарная база увеличилась на 6,3% (в предыдущем году – на 15,8%). Разнонаправленное влияние на её динамику оказали интервенции НБУ на валютном рынке и движение денег на счетах правительства.

Сдерживающий эффект роста потребительских цен имела конвертация средств населения в наличную иностранную валюту. По итогам 2011 года, превышение купли над продажей валюты в эквиваленте составило 13,4 млрд долл. США, вследствие чего потребительский рынок "потерял" более 107 млрд грн платёжеспособного спроса. Таким образом был нивелирован инфляционный потенциал роста доходов граждан (в январе – сентябре 2011 года по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года реальный доход вырос на 7,5%). В то же время значительный спрос на иностранную валюту свидетельствует, что уровень девальвационных и инфляционных ожиданий остаётся высоким.

В целом можно сделать вывод, что в 2011 году Национальный банк нашёл баланс между адекватными неотложными действиями, направленными на поддержку равновесия спроса и предложения на денежно-кредитном рынке, и общей ориентацией рынка на стратегические цели.

В то же время макроэкономическая и финансовая среда денежно-кредитной политики оставалась сложной, динамичной и сохраняла признаки значительных диспропорций. В виду стремительной экспортной экспансии Китая и состояния внутреннего потребительского и инвестиционного спроса большое беспокойство вызывают перспективы занятости. Внешний долг страны достиг 123 млрд долл. (более 75% от ВВП), что свидетель-

ствует о накоплении существенного кредитного и валютного риска. Объём краткосрочного внешнего долга на конец третьего квартала 2011 года составил 52 млрд долл., а уровень его покрытия международными резервами упал до 67%. Сохраняется сильная зависимость экономического роста от экспорта продукции металлургической и химической отраслей.

Параллельно с этим усиливаются признаки неопределённости глобальной экономической и финансовой среды. Международный валютный фонд неоднократно пересматривал оценки перспектив развития мировой экономики в 2012 году в сторону их ухудшения. Латентный протекционизм в мировой торговле порой сменяется откровенными торговыми войнами.

Пытаясь понять, почему 2011-й закончился намного хуже в восприятии правительств, корпораций и домохозяйств, чем начинался, Международный валютный фонд устами О.Бланшара констатирует, что восприятие ситуации инвесторами зачастую ухудшалось после того, как участники встреч на высшем уровне обещали решить проблему, но останавливались на полдороге, или когда объявленные с помпой планы оказывались недостаточными или невыполнимыми. Столь неудачные попытки договориться выявляли ограниченные возможности политики – доверие в результате институциональной деструкции упало ниже критического уровня. Инвесторы не могли быть уверенными, но предполагали, что участники примут необходимые меры. Широко освещаемые попытки договориться показали невозможность реализации таких мер в полном объёме, по крайней мере, на том этапе².

Такая откровенная характеристика сегодняшнего видения состояния мировой системы как неопределённого свидетельствует о серьёзных сдвигах в концептуальных основах деятельности одного из главных международных институтов. А ведь именно на МВФ возложена основная ответственность за оптимальное снятие неопределённости в глобальной монетарной и финансовой среде. Если даже эта институция не знает, как преодолеть неуверенность государств и центральных банков в относительно путей восстановления доверия и стабильности, то возникает вопрос о целесообразности её дальнейшего функционирования в нынешнем виде.

При повышенной неопределённости социально-экономической среды условием выживания субъектов становится поиск или формирование локальных зон порядка. Рыночная компетентность субъектов теряет роль главного условия доступа к экономическим ресурсам. Основным фактором движения ресурсов становится сила и власть. Ориентированная на глобальное пространство стратегия сотрудничества и конструктивной конкуренции уступает место тактике защиты или захвата. Нестабильность мировой экономики способствует активному перераспределению ресурсов и экономической власти. Наспех созданные институциональные конструкции вроде тех, что предложила "большая двадцатка", могут только санкционировать *post factum* действия главных игроков глобального покера.

Перераспределению экономической власти способствует тенденция распространения безинституциональных зон, институциональных ловушек и разрывов. Это создаёт негативные предпосылки для актуализации значения институционального измерения функционирования и развития хозяйственных систем. Дефицит легитимного порядка повышает спрос на общепринятые правила и нормы решения конфликтов. Поэтому сегодня центр тяжести событий сместился в институциональную сферу, о чём свидетельствует кризис глобальных институциональных образований (нынешний кризис ЕС, скрытый кризис МВФ, разрыв между претензиями на глобальную экономическую власть США и дефицитом экономических ресурсов).

² См.: Бланшар О. Озираючись на пройдений 2011 рік: чотири суворі істини // <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2011/122111r.pdf>.

Кризис Европейского Союза обусловлен тем, что его нынешнее институциональное устройство является воплощением принципа *коллекции*, то есть собрания похожих по внешним признакам национальных институциональных образований на фоне относительно слабой роли критерия функциональной целесообразности. Особенно ярко этот принцип проявился в последних волнах расширения объединённой Европы за счёт восточноевропейских, балтийских и балканских стран. Быть экспонатом этой коллекции для одних стран престижно, для других – выгодно, но для самого коллекционера – это ещё и тяжкий груз, и не только финансовый. Недостаточно развитое функциональное единство стран могло бы быть компенсировано их институциональной и структурной комплементарностью, но необходимость унификации лишает объединённую Европу возможности выбора такой стратегии институционального развития.

Греческий кризис – это не кризис Греции, а кризис принципа институциональной коллекции. Греция оказалась для объединённой Европы лишней с функциональной точки зрения, но без неё европейская коллекция была бы не полной. Неслучайно, что институциональная слабость Евросоюза наглядно проявилась в условиях усиления влияния неподконтрольных факторов извне, включая глобальную конкуренцию и риски. Низкая функциональная эффективность ЕС вынуждает его участников искать альтернативу за пределами европейской солидарности и дисциплины. Это снижает доверие внутри ЕС и может постепенно привести к переориентации вектора доверия на внешнее пространство, за пределы европейских институтов. Выход из кризиса возможен через возобновление принципа функциональной целесообразности, но не прибегая к методам хирургического вмешательства это будет очень трудно сделать.

О фундаментальной неопределённости перспектив глобального развития свидетельствует и так называемый крах Вашингтонского консенсуса, о котором в 2011 году стали говорить не только эксперты, но и официальные представители МВФ. Это особенно тревожно, если учесть, что принципы Вашингтонского консенсуса больше 20 лет были ориентиром для многих стран, вставших на путь рыночной трансформации, в том числе для Украины. Сегодня возникает вопрос: ради чего страна пошла на такие социальные потери и жертвы в 1990-е годы? Можно ли и нужно ли исправить те ошибки, которые были допущены под влиянием этих принципов?

Прежде чем оценивать тезис о "крахе Вашингтонского консенсуса", о котором заявил Международный валютный фонд, имеет смысл обратить внимание на глубокий нынешний институциональный кризис самого МВФ. Почти 70-летняя история МВФ не могла обойтись без разрушения и деформации институциональных конструкций, в том числе в неявной, то есть самой опасной форме.

Во-первых, МВФ переживает неизбежный этап "паркинсонизанской" неадекватности крупной бюрократической структуры, в которой фактор лояльности и иерархического соответствия, наконец-то, победил фактор профессиональной компетентности, о чём свидетельствуют данные последнего внутреннего аудита МВФ.

Во-вторых, увеличивается разрыв между формальным распределением полномочий и ответственности, с одной стороны, и их реальным наполнением ресурсами и финансовой властью – с другой. Источник решений и источник ресурсов чем дальше, тем меньше совпадают.

В-третьих, концептуальные подходы МВФ противоречат реальности, поскольку стандартная модель его действий рассчитана на недопущение/нейтрализацию текущих шоков и флуктуаций, обусловленных недостаточным развитием или несовершенством рынков, сегодня же наибо-

лее важные события финансовой системы всё чаще отражают фундаментальный процесс перераспределения ресурсов и власти в глобальной экономике. Понимая это, Международный валютный фонд начинает косметические реформы, демонстративно отказываясь от старых лозунгов, но пытаясь на какое-то время сохранить привычные практики.

Задумаемся, а нужно ли Украине следовать таким косметическим изменениям? Скрытым основанием сегодняшнего отношения к Вашингтонскому консенсусу является игнорирование его институционального содержания и исторического смысла. На рубеже 80–90-х годов XX века дестабилизация недостаточно саморегулируемых экономик стран-заёмщиков должна была быть преодолена с помощью их институционального, финансового и макроэкономического упорядочения. Без этого внешнее кредитование углубляло их несбалансированность. Необходимо было сделать их более адекватными нынешней финансовой среде, что совпало с направлением эндогенных институциональных изменений.

Как идеологическая конструкция Вашингтонский консенсус отражал постсоветский тренд к ограничению компетенции государства в общественных делах за счёт активизации человеческого капитала, использования потенциала индивидуализма, личной инициативы и ответственности.

Вашингтонский консенсус имел свои сильные и слабые стороны. Сильной стороной была его относительная простота и операционность, он был понятен, отвечал принципиальным возможностям государства и устремлениям общества. Слабыми сторонами была излишне жёсткая унифицированность, порой приобретающая вид детально регламентированного ритуала, демонстративное пренебрежение к социальными издержкам и потерям.

Для Украины присоединиться к хору тех, кто отвергает принципы Вашингтонского консенсуса, было бы небезопасно. Упомянутый постсоветский институциональный импульс ограничения компетенции государства себя ещё не исчерпал. Сегодня актуальна задача развития институтов государства путём ограничения и делегитимизации коррупции, постепенного её вытеснения из сферы экономической свободы.

Форсированный рост доли государства в общественных финансовых ресурсах, сопровождаемый переформатированием системы полномочий и ответственности в финансово-денежном блоке государственных регулятивных органов, придаёт государственной экономической политике ситуативный характер и ограничивает инвестиционную активность частного сектора. Наблюдается склонность к более эффективному использованию финансовых активов, принадлежащих государству, что, соответственно, ведёт к смещению стратегических целей на периферию государственной политики. Однако посткризисному восстановлению экономики Украины необходимо придавать и характер структурно-институциональных сдвигов. При этом всё большую актуальность будет приобретать вопрос направлений и критериев этих сдвигов. Если сегодня прибегнуть к усилению роли прямого государственного администрирования в функционировании хозяйственной системы, то могут замедлиться или даже прекратиться очень важные процессы создания рыночных институтов. Наша экономика и так страдает от иерархического институционального устройства, который не может быть постоянным без соответствующих горизонтальных институциональных конструкций.

Рыночный механизм распределения и использования ресурсов является уникальной конструкцией сочетания иерархических и сетевых оснований. Совокупность вертикальных уровней рыночных структур покоится на горизонтальном основании свободного движения ликвидности, которая обеспечивает безграничную информационную вместимость этой

хозяйственной системы. Оптимально жёсткая система технологических зависимостей покоится на "плавающей платформе" денежного рынка.

Воплощением сбалансированной иерархически-сетевой конструкции выступает финансовый капитал. Действуя через банковские институты или фондовый рынок, он концентрирует ресурсы для высокотехнологических отраслей. Информационные технологии – это современный инструмент, обеспечивающий доходы и завоевания рынка. Сегодняшние институциональные формы финансового капитала и сектор высоких технологий зависят друг от друга, сохраняя при этом свою функциональную специфику. Однако чтобы финансовый капитал мог работать и конкурировать, он должен опираться на знания и информацию, получая обеспечение и распространение благодаря информационной технологии. Но финансовому капиталу свойственна склонность к конвертации финансовых ресурсов в экономическую власть, что подрывает горизонтальные основания функционирования глобальных рынков.

Фактор глобальной экономической власти оказывает долгосрочное негативное влияние на институциональное развитие на каждом уровне. Субъектам экономической власти удобнее контролировать ограниченное количество "агрегированных" объектов, поэтому этатистские иерархические тенденции отвечают интересам главных участников глобального перераспределения ресурсов. А те понимают, что полная реализация конкурентных основ в мировом хозяйстве неизбежно приведёт к потере их господства. Поэтому с их участием постепенно формируется уклад мирового хозяйства, который уже сегодня трудно назвать либеральным³. К сожалению, этот институциональный импульс транслируется во внутреннюю социально-экономическую среду стран с трансформационной экономикой.

Ситуация на глобальных финансовых рынках в 2011–2012 годах в чём-то схожа с ситуацией на денежно-кредитном рынке Украины в 1993–1994-х. Тогда спрос на кредитные деньги возрастал намного быстрее, чем их предложение, в связи с распространением валютно-кредитного арбитража (ставка рефинансирования НБУ в 1993 году составляла 240%, а доходность арбитражных кредитно-валютных операций превышала 2000%⁴). Неслучайно, что общий кризис неплатежей возник на фоне более чем мягкой монетарной политики НБУ.

В 1997 году одним из авторов данной статьи было показано, что при определённых условиях спрос на кредитные деньги для финансирования спекуляций с финансовыми активами может приобрести характер нелинейной зависимости от времени⁵:

$$Q = F(K, K^t, Z, t^{2-\alpha}),$$

где Q – спрос на деньги; K – первоначальная стоимость спекулятивного актива; K^t – ожидаемая стоимость финансового актива на момент времени t ; Z – показатель, характеризующий динамический разрыв между стоимостью кредитного ресурса и стоимостью актива; α – показатель "институционального торможения", который находится на интервале $0 < \alpha \leq 2$ (значение $\alpha = 2$ соответствует полному запрещению срочных операций, значение $\alpha = 0$ соответствует полной свободе таких операций); t – мо-

³ Как в своё время отмечал В.Репке, "...каждое проявление экономического господства выступает основанием такого положения дел, которое может использоваться ... в качестве аргумента против рыночного хозяйства, хотя он больше подходит для коллективизма, означающего в сущности всего лишь организованную государством всеобщую супермонополию". См.: Репке В. Коренные вопросы хозяйственного порядка // Теория хозяйственного порядка: "Фрайбургская школа" и немецкий неолиберализм. – М., 2002. – С. 156.

⁴ Бюлетень Національного банку України. – 2007. – № 11. – С. 71, 143.

⁵ См.: Яременко О.Л. Переходные процессы в экономике Украины: Институциональный аспект. – Харьков, 1997. – С. 163–165.

мент времени, в которое длинная валютная позиция инвестора закрывается.

Сегодня в глобальном пространстве в условиях почти неограниченного институционального и финансового арбитража значение α приближается к 0 (хотя, если говорить строго, условия можно отнести к квази-арбитражным, поскольку риск операций существует, но он несоизмерим с их доходностью). Достаточно привести скандальные значения эффективной ставки процента по потребительским кредитам на рынке банковских услуг Украины в 2011 году (60–70% годовых⁶) и сравнить её с уровнем ставок на европейских рынках.

Арбитражная гипотеза может объяснить какую-то часть событий, разворачивающихся сегодня в глобальном финансовом пространстве. Минимальные процентные ставки центральных банков прямо-таки провоцируют спрос на ресурсы со стороны игроков финансового рынка, что порождает долгосрочные системные риски⁷. Эксперты неоднократно поднимали вопрос о низкой макроэкономической эффективности политики количественных послаблений, которую практиковала ФРС США до последнего времени⁸. А всё дело в том, что недостаточно институционально упорядоченное мировое финансовое пространство провоцирует множество локальных и общих ситуаций для получения арбитражного или квазиарбитражного дохода, что создаёт условия для нелинейного спроса на ликвидность со стороны финансовых инвесторов, при этом лишая ресурсов реальный сектор.

Преимущество европейской валютной системы в том, что она исключает валютный риск и валютный арбитраж. Но это преимущество может обернуться источником новой нестабильности для стран-участников. Концентрация доверия, как и концентрация рисков, вокруг единой европейской валюты делают единую систему уязвимой. Если сегодняшний финансовый кризис ЕС удастся преодолеть, кто даст гарантии, что не возникнет нового кризиса? Тем более что неопределённость нынешней политики всё больше накладывается на неопределённость институционального будущего объединённой Европы.

Безработица в зоне евро в январе 2012 года достигла 10,7%, сообщает Eurostat⁹. Как указывает Reuters, это – исторический максимум. Предыдущий рекорд был на уровне 10,3%. Количество безработных граждан 17 стран еврозоны превысило 16,9 млн. По сравнению с январём 2011 года (уровень безработицы составлял 10%) она увеличилась на 1221000 чел.

В 27 государствах-участниках ЕС уровень безработицы в январе 2012 года вырос до 10,1% (около 24300000 чел.). В прошлом году он составлял 9,5%. Таким образом, за год количество неработающих в Евросоюзе увеличилось на 1488000 чел. Самая большая безработица наблюдается традиционно в Испании (23,3%). Серьёзные проблемы в этой сфере в Греции (19,9% на ноябрь 2011 года – последние имеющиеся данные), а также Ирландии и Португалии (по 14,8%).

⁶ См.: Ставки на щедрых. Банки выдают больше споживчих кредитів // <http://news.finance.ua/ua/-/2/0/all/2011/06/25/243123>; Банкіри взяли за стає // <http://finagent.com.ua/uk/news/2162>.

⁷ Низкие ставки, хотя и необходимы в текущих условиях, могут быть связаны с долгосрочной опасностью для финансовой стабильности, – отмечается в Докладе МВФ по вопросам глобальной финансовой стабильности. См.: // <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/gfsr/2011/02/pdf/pressr.pdf>.

⁸ См., напр.: Тихонов А. О влиянии кризиса на Россию и Белоруссию // Экономист. – 2011. – № 7. – С. 28–36; Катасонов В. Заговор молчания вокруг самого крупного финансового скандала XXI века // <http://oko-planet.su/finances/financesnews/89412>.

⁹ Euro area unemployment rate at 10,7% // http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01032012-AP/EN/3-01032012-AP-EN.PDF.

В январе 2012 года в ЕС-27 5507000 молодых людей (до 25 лет) не имели работы, из них – 3314000 находились в зоне евро. По сравнению с январем 2011 года безработица среди молодежи увеличилась на 269000 чел. в 27 странах ЕС и на 141 000 в зоне евро. В январе 2012 года уровень безработицы среди молодежи составлял 22,4% в ЕС-27 и 21,6% в зоне евро. В январе 2011-го он был 21,1% и 20,6% соответственно. Самые низкие показатели наблюдаются в Германии (7,8%), Австрии (8,9%) и Нидерландах (9,0%), а самые высокие в Испании (49,9%), Греции (48,1% в ноябре 2011 года) и Словакии (36,0%)¹⁰.

Безработица растёт, в частности, вследствие сокращения госбюджета стран еврозоны и общего фона кризиса, вызывающего экономический спад и закрытие или сокращение штатов как государственных, так и частных предприятий. Между тем, многие аналитики отмечают, что "бомба занятости" заложена во многих европейских экономиках ещё в благополучные 90-е годы прошлого века, когда щедрые социальные программы заметно снизили интерес к поиску работы целых социальных групп. В итоге сформировался полноценный класс профессиональных безработных, которые даже не пытаются искать источник легального заработка, а предпочитают жить на социальную помощь. По мнению аналитиков, неадекватное раздувание социальных расходов стало одной из системных причин кризиса бюджетных дефицитов и суверенной задолженности в зоне евро¹¹.

Открытая экономика с собственной денежной единицей не может быть равновесной без институциональной компенсации арбитражных разрывов. Независимая и ответственная денежно-кредитная политика даёт возможность использовать разнообразные инструменты для защиты национальной денежной единицы от спекулятивных атак, ограничивает пространство арбитража в условиях разного отношения к риску в разных странах и наличия барьеров для движения капитала. Любое послабление монетарного суверенитета будет способствовать созданию и сохранению институционально-структурных предпосылок для арбитража. Сегодня Национальный банк должен сохранять свои исключительные полномочия и ответственность за стабильность национальной денежной единицы, то есть обеспечивать суверенитет денежно-кредитной политики.

В то же время, как показал опыт реализации денежно-кредитной политики в условиях мирового финансового кризиса, необходимо учитывать, что Национальный банк действует в сложном пространстве взаимосвязанных процессов, которые могут существенно влиять на непосредственное значение ценовой стабильности для экономики, выдвигая на первый план вопросы, обычно относящиеся к контексту денежно-кредитной политики (финансовая стабильность, доверие, занятость).

В традиционной модели денежно-кредитная политика для субъектов финансового рынка выполняет функцию своего рода генератора, устанавливающего правила денежных трансакций и являющегося первоисточником ликвидности. Краткосрочные процентные ставки – необходимый и достаточный сигнал о намерениях центрального банка обеспечивать ликвидность банковской системы, которая, с одной стороны, является непосредственным участником финансового рынка, а с другой – выполняет базовые обслуживающие функции других участников по их кредитованию и расчётам. Однако в условиях, когда совокупная ликвидность финансового рынка во много раз превышает первоначальную ликвидность денежного рынка в виде денежных агрегатов, спрос на ликвидность и её пред-

¹⁰ Ibid.

¹¹ См.: Уровень безработицы в Европе побил 14-летний рекорд // <http://www.warandpeace.ru/ru/news/vprint/67332/>.

ложение ощущают слишком много самостоятельных факторов. Необходимость выполнять конституционные функции вынуждает центральные банки распространять свою компетенцию на смежные зоны финансового рынка, что влечёт за собой дополнительные риски и издержки для денежно-кредитной политики.

Прежде всего, это риск смещения критериев и приоритетов регулирующих действий, что несёт угрозу системных ошибок, которые имеют свойство накапливаться. Возникновение такого риска может быть вызвано тем, что рост рыночных цен на активы финансового рынка в общем случае рассматривается как хороший знак, в отличие от негативной оценки роста рыночных цен на товары и услуги. Инфляционный аспект роста уровня капитализации финансового рынка обычно считается несущественным. Более того, способность финансового рынка брать на себя излишек ликвидности в экономике трактуется как важное условие стабильности цен на товары и услуги. Возможность обратного движения ликвидности оценивается как незначительная.

Однако нельзя игнорировать вопрос о границе, не пересекая которой экономика может чувствовать себя гарантированной от такого крайне опасного обратного движения ликвидности на рынок реальных товаров и услуг. В общем виде эту границу можно охарактеризовать как институциональное доверие. С этой точки зрения участие Национального банка в регуляторных процессах на финансовом рынке оправдано в той мере, в которой он выступает там в качестве гаранта и источника доверия. Качество финансовых активов банковской системы может быть подкреплено включением определённой их части в перечень объектов залога для получения кредитов рефинансирования. Национальный банк таким образом может "поделиться" своим институциональным доверием с финансовым рынком, способствуя при этом более надёжному связыванию ликвидности вне пределов рынка потребительских и инвестиционных товаров, что отвечает задачам поддержки ценовой стабильности.

Если же это "заимствованное" доверие окажется необоснованным, можно ждать и некоторой потери доверия к Национальному банку. Поэтому, оценивая ценовую динамику как непосредственный результат денежно-кредитной политики в 2011 году, нельзя пренебрегать финансовой или институциональной "стоимостью" усилий НБУ по поддержке ценовой стабильности.

Любая государственная политика – это совокупность механизмов снятия неопределённости подготовки, принятия и реализации решений, касающихся достижения целей государства. Неопределённость решений и действий может быть снята с помощью *правил*, отражающих опыт прежних успешных действий; рационального *выбора* в распределении и использовании ограниченных ресурсов; принятия осознанного *риска* путём его оценки и снижения (оптимизации); *изменений* в процедурах, технологиях, целях денежно-кредитной политики.

Оценке подлежит весь описанный спектр механизмов денежно-кредитной политики, а не только отдельные инструменты и меры. При оценивании эффективности ГKP есть смысл учитывать общий уровень неопределённости монетарной среды и действенность всех указанных механизмов (адекватность правил, оценка процедур выбора, уровень приемлемого и реального риска монетарных решений, обоснованность и эффективность изменений).

Наиболее доступным к оценке эффективности ГKP является структурный подход – по функциональным составляющим: регулятивная эффективность прямого предложения ликвидности со стороны НБУ (показателем может быть базовая инфляция); эффективность процентной поли-

тики; эффективность валютно-курсовой политики; эффективность банковской составляющей ГКП в широком смысле. При этом следует учитывать, что отличие политики от других средств и уровней управления сложными системами заключается в целостном подходе к объекту. Функциональный алгоритм оценки сам по себе не обеспечивает целостность, он требует выделения и локализации зон монетарной среды путём абстрагирования от связей между ними.

ГКП, направленная на поддержку ценовой стабильности, формируется и реализуется в экономическом пространстве трёх взаимосвязанных уровней: макроэкономическом, финансовом, институциональном.

Непосредственным *макроэкономическим* показателем эффективности усилий, направленных на поддержку ценовой стабильности, может быть соотношение уровней реального и потенциального ВВП.

Финансовыми показателями равновесия могут быть уровень национального финансового ливереджа с возможным распределением его на основные секторы экономики (государство, финансовый сектор, корпорации, домохозяйства), а также значение дифференциала (разницы между темпами экономического роста и средневзвешенной процентной ставкой по привлеченным кредитам).

Институциональным мог бы быть показатель уровня доверия, опосредованным выражением которого является уровень процентных ставок (средний или сравнительный), уровень транзакционных издержек (включая хеджирование соглашений) на единицу прироста ВВП.

К *издержкам* ГКП следует отнести прямые транзакционные издержки государственного управления, расходы на содержание органов государственного управления, издержки хозяйствующих субъектов на адаптацию к изменениям в монетарной среде (например, увеличение страхового запаса ликвидности или товарно-материальных ценностей) и не прямые издержки (или потери) ВВП вследствие возможного снижения общего уровня доверия в экономике.

Непосредственным поводом для принятия мер и использования инструментов политики являются изменения, влияния или флуктуации, которые отклоняют систему от равновесного состояния и не могут быть преодолены путём автоматической перегруппировки ресурсов. *Ожидаемые* изменения и влияния требуют стандартных запланированных мер в условиях приемлемого риска. *Неожиданные* изменения нуждаются в экстренных мерах, которые, как правило, сопровождаются повышенным риском и издержками.

В процессе усиления влияния глобальной неопределённости главным обобщающим критерием эффективности политики, направленной на поддержку стабильности денежной единицы, является прирост или сохранение динамического порядка в управляемой системе. С точки зрения внешних эффектов денежно-кредитной политики, цены должны рассматриваться не только как финансовый инструмент, а ещё и как информационный канал, обеспечивающий интеграцию и динамическое единство всех единиц хозяйственной системы. Такое понимание ценовой стабильности позволяет шире взглянуть на критерии и инструменты денежно-кредитной политики, что крайне важно в современных условиях фундаментальных институционально-структурных сдвигов.