

Денежная политика и экономический рост: модель Тобина

В.Е. Маневич

Доктор экономических наук
Институт проблем рынка

Бизнес и банки, 2007, № 1

Экономическая динамика на долгом отрезке времени определяется темпом накопления капитала, хотя на отдельных фазах делового цикла уровень выпуска продукции и совокупный доход корреспондируют скорее с интенсивностью использования существующего запаса капитала, чем с его накоплением. Накопление капитала связано, во-первых, с существующей в обществе нормой сбережений, во-вторых, с тем, в каких альтернативных формах используются эти сбережения. Денежная политика, как мы постараемся показать, во многом определяет структуру использования сбережений, и, следовательно, темп накопления капитала и роста экономики.

Действительно ли сбережения равны инвестициям?

Кейнсианская теория сбережений и инвестиций включает постулат о равенстве *реальных* сбережений и *реальных, новых* инвестиций, причем объем и тех и других определяется процессом инвестирования, а не процессом сбережения. Смысл этого постулата заключается в том, что личные сбережения, если они не инвестируются в реальный капитал, лишь сокращают агрегированный спрос и, вслед за тем, выпуск продукции. В результате общество беднеет, и сбережения сокращаются до тех пор, пока они не будут равны инвестициям. Поэтому сбережение отдельного индивида не обязательно увеличивает совокупные сбережения и инвестиции в обществе в целом.

В системе Кейнса рост денежных остатков, т.е. не инвестируемых сбережений, увеличивает богатство индивида, но не общества в целом, следовательно, с точки зрения общества не представляет собой реальных сбережений.

Уровень инвестиций (и, следовательно, уровень реальных сбережений) определяется в системе Кейнса побуждением к инвестированию, которое описывает шкала предельной эффективности капитала. Чем ниже ставка процента и соответствующая ей приемлемая для предпринимателей доходность инвестиций (предельная эффективность капитала), тем больше объем инвестиций.

Однако в реальной экономической жизни часть сбережений (как индивидов, так и общества в целом) неизбежно и вполне закономерно осуществляется не в форме реального капитала, а в форме денег. По мере роста совокупного дохода общества требуется увеличение количества денег для обслуживания транзакций. По мере роста индивидуальных доходов, как правило, увеличивается доля сбережений, которая сохраняется в форме денег (повышается «предпочтение ликвидности»).

Тот факт, что часть сбережений закономерно должна направляться на увеличение количества денег отмечал еще Адам Смит. Расходы на поддержание денежной системы, основанной на драгоценных металлах, согласно Смиту, являются вычетом (причем, значительным вычетом) из того фонда, который может быть использован для накопления капитала. Поэтому переход от золота к бумажным (кредитным) деньгам существенно расширяет возможности накопления капитала и ускоряет развитие общества. Сбережения в форме денег являются, следовательно, вполне реальными сбережениями, а увеличение денежных остатков – одной из необходимых форм, в которые люди помещают свои сбережения. Однако граница

между инвестициями в реальный капитал и накоплением денежных остатков подвижна, она зависит от многих конкретных обстоятельств, важнейшее из которых – ожидаемая предельная доходность (предельная эффективность) дополнительных инвестиций.

Джеймс Тобин, оставаясь в рамках кейнсианской традиции, построил систему зависимостей, в которой сбережения представлены как спрос на альтернативные активы, а инвестиции – как одна из форм предложения активов наряду с предложением денег, государственных облигаций, иностранной валюты. Спрос и предложение корпоративных акций и облигаций Тобин приравнивает к спросу и предложению реального капитала, с чем вполне можно согласиться.

«Почему общество желало бы сберегать, когда норма дохода слишком непривлекательна, чтобы инвестировать? – пишет Тобин. – Это рационально можно объяснить лишь в том случае, если существуют хранилища стоимости, отличные от капитала. Предельная производительность капитала должна конкурировать с нормами этих доходов¹.

Спрос на альтернативные активы зависит от их относительной доходности. Доходность денег измеряется их покупательной силой и ставкой процента по депозитам до востребования, если по этим депозитам выплачивается процент. В условиях инфляции доходность денег измеряется отрицательной величиной, если темп инфляции выше ставки по депозитам до востребования.

Иностранные активы – это иностранная валюта и различные формы инвестиций за рубежом. Если отвлечься от такой формы вывоза капитала, как отказ от репатриации экспортной выручки, можно сказать, что инвестор, осуществляющий инвестиции за рубежом, прежде всего, предъявляет спрос на иностранную валюту на внутреннем рынке. Лишь после того, как этот спрос будет удовлетворен, возможны инвестиции в иностранные предприятия, ценные бумаги, банковские депозиты, недвижимость. Поэтому иностранную валюту, как нам представляется, можно назвать первичным иностранным активом, инвестиции за рубежом – вторичными иностранными активами.

Спрос на иностранную валюту для вывоза капитала нужно отличать от спроса на запас иностранной валюты внутри страны. Спрос на запас иностранной валюты зависит от динамики валютного курса. Снижение курса национальной валюты повышает спрос на запас иностранной валюты внутри страны, укрепление курса национальной валюты снижает этот спрос. Однако спрос на вторичные иностранные активы – инвестиции за рубежом – зависит от соотношения валютного курса и паритета покупательной способности. Пока курс национальной валюты занижен по отношению к паритету покупательной способности, сохраняется дополнительный стимул к вывозу капитала и увеличению запасов вторичных иностранных активов, даже в том случае, если разрыв между курсом и ППС постепенно сокращается.

Относительная доходность инвестиций в реальный капитал, денег, облигаций правительства, первичных и вторичных иностранных активов определяет структуру использования сбережений, другими словами – структуру активов. «Минимальная норма дохода – пишет Тобин - ...должна отражать конкуренцию других каналов размещения сбережений. Для малой открытой экономики контролирующая конкурентная ставка может быть установлена доходом, доступным за границей. ...В закрытой экономике, очевидно, важным альтернативным хранилищем стоимости являются денежные активы²».

Хотя невозможно полностью свести к нулю спрос на деньги (а в современном обществе – также спрос на иностранные активы и облигации), однако экономический рост зависит именно от инвестиций в реальный капитал. Темп накопления реального

¹ J. Tobin. *Essays in Economics*. Volume 1. Macroeconomics. Amsterdam. 1971. P.133.

² J. Tobin. *Essays in Economics*. Volume 1. Macroeconomics. Amsterdam. 1971. P.138.

капитала, при соответствующем изменении занятости и доступности природных ресурсов, определяет темп роста экономики. Коль скоро уровень инвестиций в решающей степени зависит от предельной эффективности капитала и сопряженной с ней ставки процента, тому или иному темпу экономического роста соответствует определенная предельная эффективность капитала и определенная ставка процента.

Естественный и гарантированный темп роста

Харрод ввел в экономическую науку понятия *естественный* [natural] и *гарантированный* [warranted] темп роста³. Гарантированным темпом роста Харрод называл такой темп роста экономики и соответствующего накопления капитала, который удовлетворяет предпринимателей. Важно отметить, что гарантированный темп роста, согласно Харроду, колеблется в ходе промышленного цикла, следовательно, это понятие относится к краткосрочному или среднесрочному периоду. Под натуральным темпом роста Харрод понимал такой темп, который соответствует росту населения и числа работников.

Понятиями гарантированный и натуральный темп роста (и темп накопления капитала) экономическая наука оперирует и в настоящее время, хотя разные авторы нередко дают этим понятиям различную трактовку. По нашему мнению, мы дадим относительно определенную трактовку этим не всегда ясным терминам, если под гарантированным темпом роста будем понимать такой темп, который соответствует установившейся в экономике предельной эффективности капитала, а под естественным темпом роста – такой темп, который обеспечивает полную занятость.

Для того чтобы применить понятия естественный и гарантированный темп роста для анализа российской экономики, как нам представляется, нужно внести в эти понятия некоторые уточнения.

В общем случае, гарантированный темп зависит от нормы доходности, которая устраивает предпринимателей. Теоретически, эта норма равна ставке процента («подтягивается к ставке процента», по выражению Хансена). Но в условиях, когда норма доходности в разных отраслях экономики резко различается, причем в одних отраслях она существенно выше ставки процента, а в других отраслях – существенно ниже, общий гарантированный темп накопления капитала вряд ли существует для экономики в целом. Отрасли с чрезмерно высокой нормой доходности – это отрасли, приносящие ренту в той или иной форме. Эти отрасли, как правило, монополизированы, и доступ капитала в эти отрасли ограничен. Кроме того, рост этих отраслей может быть ограничен либо природными ресурсами, либо спросом на их продукцию. Вложения капитала в эти отрасли ограничены экзогенными факторами (природными или экономическими), а вложения капитала в отрасли с низкой доходностью ограничены ориентацией предпринимателей на ту норму доходности, которая задается высокорентабельными отраслями, приносящими ренту. Поэтому ставка процента в этих условиях не играет столь универсальной роли, которая обычно отводится ей экономической теорией. Тем не менее, снижение ставки процента до уровня, стимулирующего инвестиции в немонополизированные отрасли с обычной или низкой доходностью, может играть положительную роль в активизации инвестиций.

В условиях низкой мобильности рабочей силы внутри страны, отрасли с высокой рентабельностью могут привлекать иностранных рабочих, тогда как в депрессивных отраслях и регионах скапливается избыточное предложение рабочей силы, образуются области застойной безработицы, с вытекающими отсюда социальными последствиями. В этих условиях нуждается в уточнении также понятие

³ В литературе на русском языке принято переводить термин *warranted rate* как *гарантированный темп*, хотя, возможно, точнее было бы перевести его как *обеспеченный темп*.

естественный темп роста инвестиций и выпуска. Естественным темпом роста можно считать такой темп, который обеспечивает полную занятость в стране в целом. Следовательно, инвестиции, способные обеспечить естественный темп роста и полную занятость должны ориентироваться на уровень доходности в обычных, а не высокорентабельных, монополизированных отраслях.

Если в одних отраслях реального сектора норма прибыли существенно выше, а в других – существенно ниже ставки процента, причем возможности инвестиций в высокорентабельные отрасли ограничены, капитал устремляется в альтернативные сферы и альтернативные активы: финансовые спекуляции, операции с недвижимостью, накопление денежных остатков и иностранных активов.

Критические точки в динамике ставки процента

Ставка процента (и предельная эффективность капитала), соответствующая полной занятости, может расходиться с установившейся ставкой процента. В депрессивной экономике ставка процента, соответствующая полной занятости, *ниже* установившейся ставки. Соответственно, гарантированный темп роста ниже естественного темпа. Другими словами, объем инвестиций в депрессивной или стагнационной экономике недостаточен для поддержания полной занятости.

Тобин вводит в модель роста, наряду с двумя названными уровнями ставки процента, еще один, критически важный уровень – ставка процента, уравнивающая сбережения и инвестиции. Как правило, ставка, установившаяся в депрессивной экономике, выше как ставки, соответствующей естественному темпу роста, так и ставки, уравнивающей сбережения и инвестиции.

Превышение установившейся ставки процента, сопряженной с предельной эффективностью капитала, над ставкой, стимулирующей объем инвестиций и темпы роста, обеспечивающие полную занятость, ведет к недостаточному уровню инвестиций, депрессии и безработице. Харрод полагал, что, усилиями денежных властей – правительства и центрального банка – ставка процента должна быть снижена до такого уровня, когда гарантированный темп роста совпадал бы с естественным темпом.

Несколько иной смысл имеет расхождение между установившейся ставкой процента и ставкой, обеспечивающей равенство сбережений и инвестиций. Собственно, в классической теории процента, ставка, уравнивающая сбережения и инвестиции, присутствовала традиционно, однако Тобин придал ей новый смысл применительно к теории роста. Коль скоро спрос на активы, альтернативные инвестициям в реальный капитал, в том или ином размере, неизбежен, ставка, уравнивающая сбережения и инвестиции носит, в значительной мере, умозрительный характер. Значение ее заключается в том, что степень расхождения между установившейся ставкой и ставкой, которая уравнивала бы сбережения и инвестиции, определяет, каким именно образом сбережения делятся между инвестициями (спросом на реальный капитал) и альтернативными активами – спросом на деньги, облигации, иностранные активы. Чем выше установившаяся ставка процента относительно ставки, уравнивающей сбережения и инвестиции, тем меньше инвестиции (спрос на реальный капитал) и тем больше спрос на альтернативные активы.

Монетарная теория роста

Итак, модель экономического роста, выдвинутая Тобином (в отличие от традиционных кейнсианских и неоклассических моделей, в частности модели Харрода – Домара), описывает не только зависимости, детерминирующие инвестиции и темпы роста, но также спрос на альтернативные активы. В частности, Тобин явным образом

вводит в модель роста спрос на деньги. Введение в модель роста спроса на деньги отличает *монетарные модели роста* от немонетарных моделей.

Мы рассмотрим сначала простой вариант модели роста, предложенной Тобином, включающей только два вида активов: реальный капитал и деньги. Затем мы перейдем к рассмотрению варианта модели, включающей спрос и предложение иностранных активов⁴.

Рассмотрим рис. 1. Здесь по вертикальной оси отложены инвестиции и сбережения, по горизонтальной оси – нормы дохода и ставки процента. Кривая $I = f(r)$ представляет собой шкалу предельной эффективности капитала. Вертикальная линия S представляет сбережения, уровень которых задается получаемым доходом и, как мы здесь принимаем, не зависит от ставки процента. Горизонтальные линии H_1 , H_2 , и H_3 представляют собой нормы дохода, также задаваемые экзогенно. А именно, H_1 – норма дохода на капитал, приемлемая для предпринимателей, H_3 – норма дохода на капитал, уравнивающая сбережения и инвестиции. О значении вертикальной линии H_2 мы скажем позднее, а пока будем от нее абстрагироваться.

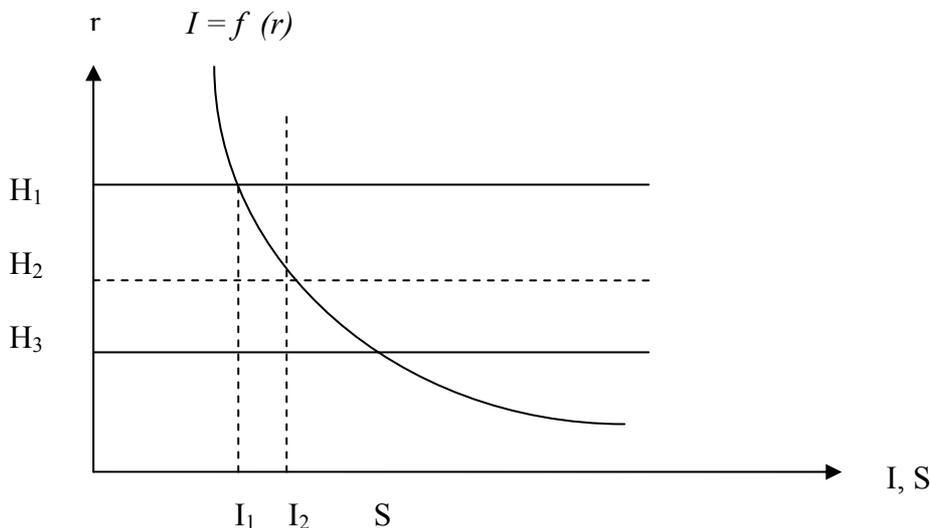


Рис. 1

Итак, допустим, что предельная эффективность равна H_1 . Тогда уровень инвестиций равен I_1 , а сбережения превышают инвестиции на величину I_1S . Таков спрос на активы, альтернативные капиталу, которые, согласно нашему первоначальному допущению, представлены исключительно деньгами. Таким образом, спрос на альтернативные активы сводится к спросу на деньги, который в данном случае равен I_1S .

⁴ Мы опираемся на графическую интерпретацию модели, данную Тобином, однако мы не воспроизводим эту интерпретацию полностью, а несколько ее упрощаем и модифицируем. Это связано с тем, что мы отказываемся от ряда предпосылок, заимствованных Тобином у неоклассической школы, в частности, от предпосылки об убывающей отдаче от капитала по мере повышения капиталоемкости производства, предполагающей неизменный уровень занятости при росте капитала. Поэтому кривую убывающей отдачи по мере повышения капиталоемкости производства мы заменяем традиционной кейнсианской шкалой предельной эффективности капитала, описывающей спрос на инвестиции в экономике с неполной занятостью. Профицит бюджета, о котором мы будем говорить ниже, в модели Тобина вообще отсутствует.

Превышение индивидуальных сбережений над инвестициями, согласно хорошо известному кейнсианскому постулату, может привести к падению агрегированного спроса и, в дальнейшем, к спаду производства и занятости. Для того чтобы избежать такого развития событий, правительство должно либо добиться снижения ставки процента (и соответствующего изменения предельной эффективности капитала), либо форсировать общественные инвестиции, не зависящие от шкалы предельной эффективности. (Здесь и далее, там, где это не может вызвать путаницы, под словом *правительство* мы имеем в виду все денежные власти, включая центральный банк.)

Методы регулирования ставки процента центральным банком хорошо известны. Это, во-первых, – увеличение предложения денег коммерческим банкам и снижение ставки рефинансирования, и, во-вторых, увеличение предложения денег на рынке государственных облигаций (другими словами, повышение спроса центрального банка на облигации правительства). Допустим, что этими методами, центральный банк обеспечил снижение ставки процента до уровня H_3 . Тогда объем инвестиций увеличился до уровня, при котором инвестиции равны сбережениям.

Однако сведение дополнительного спроса на деньги по мере роста дохода к нулю маловероятно. По мере роста совокупного дохода, во-первых, растет спрос на деньги для обслуживания транзакций, что, в общем случае, требует от агентов экономики часть своих сбережений осуществлять в форме прироста денежных остатков. Во-вторых, по мере роста доходов домохозяйств, в общем случае, повышается предпочтение ликвидности, т.е. увеличивается спрос на деньги как один из альтернативных активов. Таким образом, часть сбережений, осуществляемых частным сектором, практически неизбежно принимает форму дополнительного спроса на деньги. Поэтому одних только манипуляций со ставкой процента недостаточно для обеспечения равенства сбережений и инвестиций. Необходимы общественные инвестиции. *Общественные инвестиции не будут вытеснять частные инвестиции или сокращать конечное потребление, если они осуществляются за счет бюджетного дефицита, равного предложению денег правительством (центральным банком).*

Графически увеличение общей суммы инвестиций за счет средств бюджета можно представить как сдвиг шкалы предельной эффективности вправо. Для того чтобы при данной предельной эффективности, равной H_1 , сумма инвестиций была равна сумме сбережений, шкала предельной эффективности должна сдвинуться вправо до пересечения с вертикальной линией S . (На рис. 1 этот сдвиг шкалы предельной эффективности не представлен.) Тогда частные инвестиции останутся на прежнем уровне I_1 , а инвестиции правительства будут равны спросу на деньги I_1S .

В действительности правительство может и должно использовать оба метода воздействия на объем инвестиций. В той мере, в какой желательно и разумно стимулировать инвестиции через снижение ставки процента, инвестиции могут увеличиваться благодаря соответствующему изменению предельной эффективности капитала. В той мере, в какой дальнейшее снижение ставки процента невозможно или нерационально, поскольку связано с чрезмерным предложением денег, чреватым инфляцией, инвестиции должны повышаться благодаря дефицитному финансированию бюджета, соответствующему спросу частного сектора на деньги.

Допустим, что центральный банк, с помощью операций на открытом рынке и других методов, добился снижения ставки процента до уровня H_2 . Тогда объем инвестиций возрос до I_2 . Дополнительный спрос на денежные остатки из общей суммы сбережений сократился до величины I_2S . Именно таким должен быть размер предложения денег правительством и соответствующий ему объем дефицитного финансирования общественных инвестиций.

Если правительство не обеспечивает предложения денег, соответствующего необходимым общественным инвестициям, дополнительный спрос на денежные остатки ведет к превышению сбережений над инвестициями, недостаточному агрегированному спросу, к депрессии или стагнации. Чрезмерное предложение денег и, соответственно, чрезмерный дефицит бюджета вызывает инфляцию.

До сих пор мы говорили о двух уровнях ставки процента. Это, во-первых, уровень доходности инвестиций, приемлемый для предпринимателей, и, во-вторых, ставка процента и уровень доходности инвестиций, соответствующая равенству инвестиций и сбережений. Теперь мы введем в наш анализ еще один, теоретически и практически важный уровень ставки процента и доходности инвестиций, а именно, уровень, при котором темп роста капитала соответствует поддержанию полной занятости. Обратимся к рис. 2, который во многом воспроизводит рис. 1, однако содержит ряд новых графических построений.

На рис. 2 горизонтальная линия H_1 по-прежнему означает уровень ставки процента и предельной эффективности капитала, который, как мы принимаем, удовлетворяет инвесторов. Горизонтальная линия H_2 отображает уровень ставки процента, который уравнивает сбережения и инвестиции.

Горизонтальная линия H_3 (проведенная пунктиром) обозначает такую предельную эффективность, которая обеспечивает уровень инвестиций, соответствующих полной занятости. Причем, в данном случае, предполагается, что предельная эффективность капитала, обеспечивающая уровень полной занятости, выше предельной эффективности, уравнивающей сбережения и инвестиции. Это означает, что сбережения больше инвестиций, при которых достигается полная занятость. Часть сбережений оказывается излишней. Для того чтобы излишек сбережений не приводил к спаду агрегированного спроса, правительственная политика должна быть направлена на соответствующее увеличение потребления, с тем, чтобы сбережения общества в целом оказались, в конечном итоге, меньше сбережений частного сектора. Другими словами, общественное потребление или трансфертные выплаты из бюджета должны, в той или иной форме, финансироваться за счет сбережений частного сектора. Графически это можно отразить как сдвиг вертикальной линии S_0 в положение S_1 .

Пунктирная горизонтальная линия H_4 также обозначает предельную эффективность, соответствующую полной занятости, но при другом, противоположном допущении. А именно, в данном случае предполагается, что полная занятость может быть достигнута при таком уровне инвестиций, который превышает сбережения частного сектора. В этом случае политика правительства должна быть направлена на форсирование сбережений и ограничение потребления, например, с помощью налогов. Графически форсирование сбережений правительством можно отобразить как сдвиг вертикальной линии S_0 в положение S_2 .

Оставаясь в рамках модели, описывающей спрос только на два вида активов – реальный капитал и деньги – мы можем более наглядно представить необходимые размеры предложения денег правительством, и соответственно, желательный размер бюджетного дефицита и дефицитного финансирования общественных инвестиций.

Рассмотрим рис. 3. Здесь по горизонтальной оси отложен совокупный доход Y , по вертикальной оси – размер сбережений S . Кривая $S = f(Y)$ представляет уровень сбережений как функцию по доходу.

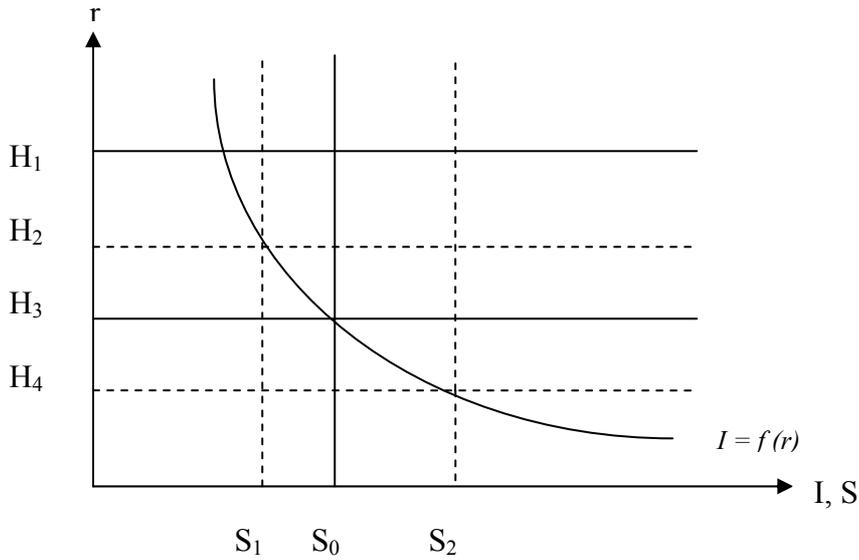


Рис. 2

Допустим, что совокупный доход равен величине Y_0 , которой соответствует уровень сбережений, равный S_0 , представленный на рис. 3 также вертикальной линией, проведенной из точки Y_0 .

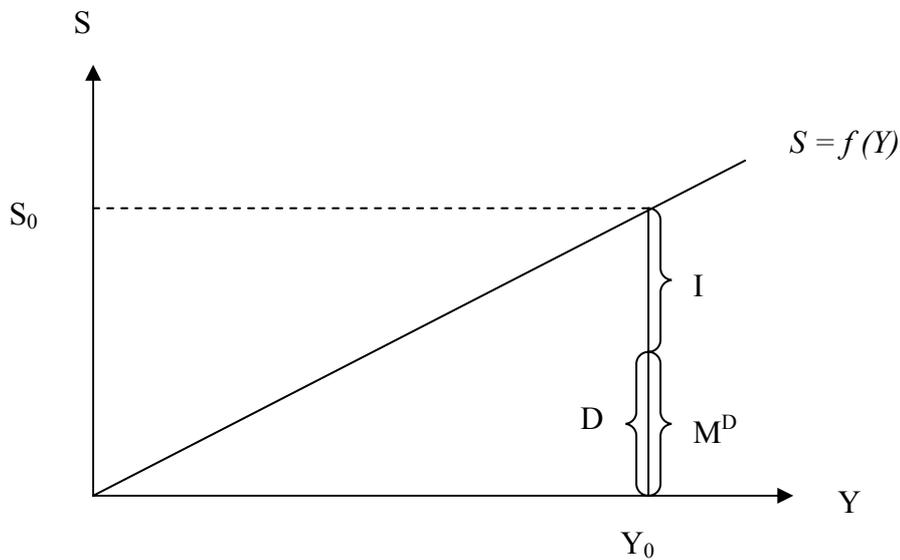


Рис. 3

Допустим, далее, что при определенной предельной эффективности и определенной ставке процента, снижение которой невозможно или нецелесообразно, размер частных инвестиций за счет сбережений составляет величину I , а спрос на деньги из общей суммы сбережений – соответственно величину M^D . Та и другая величина обозначена фигурными скобками. Тогда размер предложения денег правительством также должен быть равен M . Как пишет Тобин, «единственный способ для правительства достичь этого заключается в том, чтобы непрерывно поддерживать дефицит, финансируемый за счет выпуска новых денег. Этот дефицит должен быть

соответствующего размера, как можно проиллюстрировать на рис. 9.2. (Прим. автора: В нашем тексте рис. 3)»⁵.

Таким образом, размер бюджетного дефицита (и размер общественных инвестиций, осуществляемых за счет дефицитного финансирования) должен быть равен той части сбережений частного сектора, которые фирмы и домохозяйства предпочитают хранить в форме денег.

Модель роста, включающая спрос на иностранные активы

До сих пор мы абстрагировались от спроса на другие активы, альтернативные инвестициям, помимо денег, в частности, от спроса на иностранные активы, т.е. от возможности вывоза капитала частным сектором и накоплением международных резервов правительством⁶. Мы абстрагировались также от возможностей ввоза капитала, т.е. дополнительного предложения сбережений. Если допустить возможность международного перелива капитала, то в первом случае, представленном на рис. 2 сдвигом вертикальной линии S_0 вправо, в положение S_1 (избыток сбережений), равенство сбережений и инвестиций может быть достигнуто за счет вывоза капитала, во втором случае (недостаток сбережений) – за счет ввоза капитала. Подчеркнем, что вывоз капитала не будет уменьшать темп роста капитала и темп роста экономики *только в том случае*, если сбережения превышают уровень инвестиций, обеспечивающих полную занятость. Однако в этом случае альтернативой вывозу капитала является повышение конечного потребления, причем нельзя утверждать априори, какая из этих двух альтернатив предпочтительнее: вывоз капитала или рост потребления. При невысоком общем уровне потребления, очевидно, предпочтительнее повысить конечное потребление, чем увеличивать вывоз капитала.

Рассуждая аналогично, можно сказать, что ввоз капитала, который обычно сопряжен с форсированным вывозом прибыли, оправдан в том случае, если внутренние сбережения, даже при условии, что они полностью инвестируются в реальный капитал, не могут обеспечить полную занятость.

В терминах модели Тобина вывоз капитала можно обозначить как спрос на иностранные активы, который может представлять собой альтернативу как спросу на инвестиции, так и спросу на деньги.

Допустим, что предложение иностранных активов *при данном валютном курсе* равно спросу на иностранные активы *плюс* спрос на деньги, как это представлено на рис. 4. Здесь F^S представляет предложение иностранных активов, F^D – спрос на иностранные активы, и M^D – спрос на деньги. Удовлетворяя спрос частного сектора на деньги, правительство финансирует не бюджетный дефицит, и, соответственно, не общественные инвестиции, а покупку иностранных активов (иностранной валюты).

Спрос и предложение иностранных активов может спонтанно уравниваться в условиях подвижного валютного курса. Однако в условиях фиксированного или управляемого валютного курса, когда правительство стремится удерживать валютный курс на определенном уровне или допускает его колебания в относительно жестких пределах, спрос и предложение иностранных активов, в общем случае, не совпадают. Если предложение иностранных активов превышает спрос частного сектора, правительство, для поддержания валютного курса, вынуждено покупать иностранные активы. Напротив, если спрос на иностранные активы превышает их предложение,

⁵ J. Tobin, *ibid*, p.139.

⁶ Спрос на иностранные активы на внутреннем рынке – это, прежде всего, спрос на иностранную валюту, которая в дальнейшем может использоваться для инвестиций за рубежом. Поэтому под спросом на иностранные активы мы имеем в виду первичную форму этого спроса, а именно – спрос на иностранную валюту.

правительств, для поддержания валютного курса, вынуждено осуществлять валютные интервенции – продавать на валютном рынке часть своих международных резервов. В первом случае правительство стремится не допустить укрепления курса национальной валюты, во втором случае – избежать его падения.

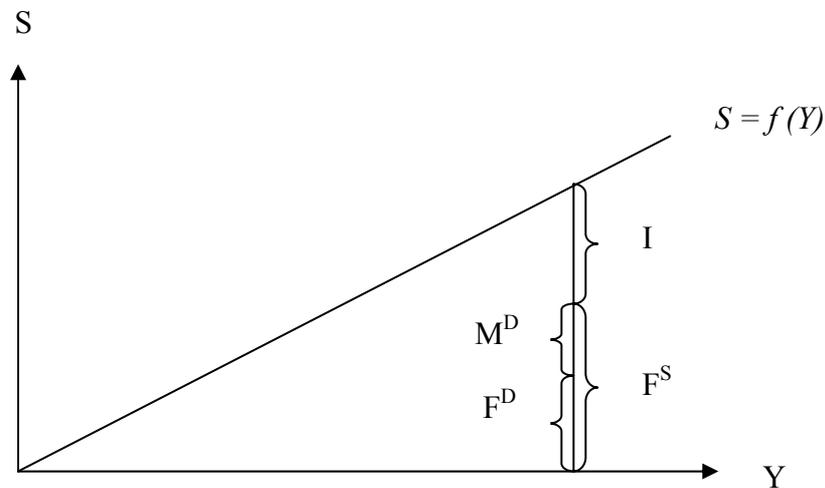


Рис. 4

Для современной российской экономики характерно превышение предложения над спросом на иностранные активы. Следовательно, правительство, для поддержания определенного уровня валютного курса, вынуждено покупать иностранные активы и наращивать международные резервы. Это означает, что, удовлетворяя спрос частного сектора на деньги, правительство направляет свое предложение денег (частично или полностью) не на финансирование бюджетного дефицита, а на финансирование прироста международных резервов. Соответственно, сокращается возможный совокупный объем инвестиций – частных и общественных.

Далее, возможна ситуация, когда, при данном валютном курсе, предложение иностранных активов превышает сумму спроса частного сектора на деньги и спроса на иностранные активы. В этом случае правительство, поддерживая валютный курс, вынуждено не только отказаться от дефицитного финансирования своих расходов, в частности, общественных инвестиций, но и урезать свои расходы, финансируемые за счет налоговых поступлений, другими словами, формировать бюджетный профицит.

Если за счет налоговых поступлений правительство расширяет свои международные резервы, и, тем самым, снимает с рынка часть предложения иностранных активов, бюджетный профицит, традиционно принимает форму так называемых «стабилизационных фондов».

Рассмотрим рис. 5. Допустим, что предложение иностранных активов F^S , обозначенное большой фигурной скобкой, при данном валютном курсе превышает сумму спроса на деньги M^D и спроса на иностранные активы F^D .

Допустим далее, что в составе совокупного дохода Y_0 потребление и сбережения частного сектора (располагаемый доход частного сектора) составляют величину OA , а регулярные (налоговые) доходы бюджета – величину совокупного дохода, за минусом OA . В условиях, когда предложение иностранных активов при данном валютном курсе превышает спрос частного сектора на иностранные активы и на деньги, правительство должно тратить на покупку иностранных активов (на формирование международных резервов) часть своих регулярных доходов, допустим, часть, ограниченную точкой B .

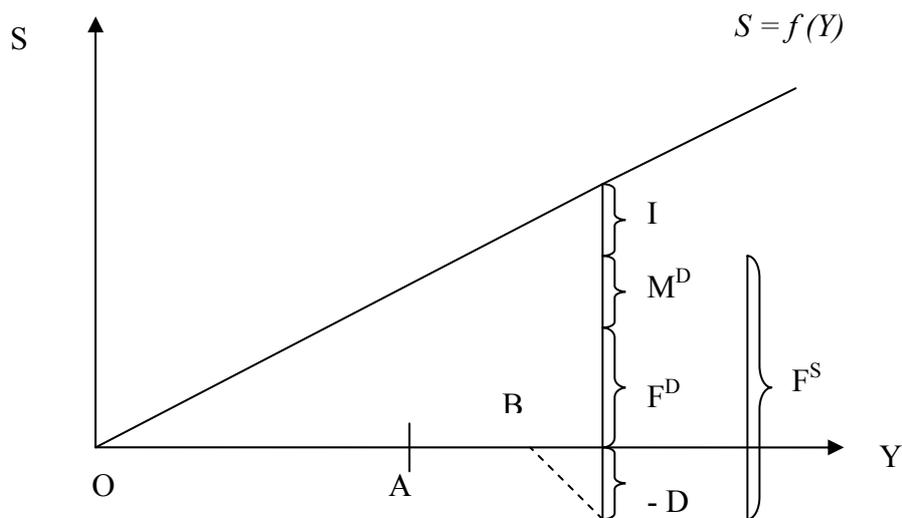


Рис. 5

Если правительство урезает расходы на общественное потребление, оно, тем самым, создает вынужденные сбережения, так что общая сумма сбережений превышает объем сбережений частного сектора, определяемый как функция по совокупному доходу. На рис. 5 это превышение, равное профициту бюджета правительства, обозначено отрезком $-D$, лежащим ниже оси абсцисс.

Если бы все изменения, описываемые при переходе от рис. 3 к рис. 4 и, далее, к рис. 5, протекали при *неизменном уровне совокупного дохода*, они означали бы последовательное сокращение конечного потребления и накопления капитала. Но поскольку в любом из описанных вариантов все же осуществляются инвестиции в реальный капитал (большие или меньшие), экономический рост полностью не останавливается. Однако возможные темпы роста *снижаются* при переходе от варианта, описываемого рис. 3 (дефицитное финансирование инвестиций), к варианту, описываемому рис. 4 (бездефицитный бюджет и накопление валютных резервов за счет предложения денег), и, наконец, к варианту, описываемому рис. 5 (накопление валютных резервов за счет предложения денег и бюджетного профицита). Соответственно, снижаются и возможные темпы роста потребления и накопления капитала.

Важнейшим источником предложения иностранных активов является активный торговый баланс, превышение экспорта над импортом. Спрос на иностранные активы, коль скоро он предъявляется как частным сектором (вывоз капитала), так и правительством (увеличение международных резервов за счет предложения денег) составляет разницу между сбережениями и инвестициями. Коль скоро правительство накапливает международные активы не только за счет дополнительного предложения денег, но и за счет бюджетного профицита, спрос на иностранные активы превышает разницу между сбережениями и инвестициями частного сектора, другими словами, ведет к формированию принудительных сбережений без соответствующего роста инвестиций.

Напротив, пассивный торговый баланс означает превышение инвестиций над сбережениями, финансируемое за счет ввоза капитала. Ниже мы рассмотрим частный (однако, критически важный для российской экономики) случай, когда ввоз капитала осуществляется в условиях активного торгового баланса.

Как пишет Харрод, «избыток инвестиций *ex post* над сбережениями всегда равен избытку импорта над экспортом... Постоянный пассивный платежный баланс, разумеется, зависит от того, возможно ли достигнуть постоянного согласия зарубежных контрагентов финансировать его. Если такое согласие не предвидеться, неизбежен кризис. ... В результате инвестиции снизятся.

В то же время, ничто не могло бы подорвать активный баланс, кроме такого стечения обстоятельств, когда прогрессирующее накопление ликвидных (иностранных – *В.М.*) активов, сопровождаемое понижением процентных ставок, способствовало бы увеличению объема внутренних инвестиций⁷.

Итак, единственной альтернативой чрезмерному спросу на иностранные активы является рост инвестиций. Чрезмерные накопления иностранных активов должны быть использованы для импорта инвестиционных товаров. Если речь идет о наращивании валютных резервов правительством, тогда единственной альтернативой являются программы общественных инвестиций, связанные и импортом физических элементов основного капитала. Правительство может осуществлять инвестиции в отрасли инфраструктуры, не приносящие немедленную прибыль, равную сложившейся предельной эффективности (или вообще не приносящие прибыли), но ускоряющие рост и социальное развитие в долговременной перспективе.

Предложение и спрос на иностранную валюту в российской экономике

Предложение иностранной валюты на российском внутреннем валютном рынке формируется в результате экспорта товаров и услуг, поступлений от инвестиций за границей и ввоза иностранного капитала. Поскольку оплата импорта с избытком покрывается доходами от экспорта, ввоз иностранного капитала можно рассматривать как дополнительное предложение иностранных активов.

Спрос на иностранную валюту складывается из спроса на импорт товаров и услуг, выплаты доходов иностранным инвесторам, вывоза капитала. Превышение экспорта над импортом, за минусом превышения выплаты инвестиционных доходов над их поступлениями, отражается в активном сальдо текущих статей платежного баланса. Источники предложения и факторы спроса на иностранную валюту на российском валютном рынке сгруппированы в табл. 1.

Предложение иностранных активов при существующем валютном курсе превышает сумму спроса частного сектора на иностранные активы и на деньги, поэтому для предотвращения резкого укрепления курса рубля Правительство и Центральный банк вынуждены накапливать международные резервы не только за счет денежного предложения Центрального банка, но и за счет бюджетного профицита.

Выпуск новых денег Центральным банком в обмен на иностранную валюту означает монетизацию иностранной валюты. Покупка иностранной валюты Правительством за счет средств стабилизационного фонда означает стерилизацию части иностранной валюты. Прирост стабилизационного фонда составляет основную часть бюджетного профицита.

В балансе Центрального банка бюджетный профицит и накопленный стабилизационный фонд отражаются как остатки на счетах федерального правительства. Определенную, хотя и небольшую роль в стерилизации избытка иностранной валюты играют остатки на счетах коммерческих банков.

Соотношение между монетизацией и стерилизацией предложения иностранной валюты, избыточного по отношению к спросу частного сектора, представлено в табл. 2. О монетизации иностранной валюты можно судить по количеству выпускаемых Цент-

⁷ Р. Харрод. К теории экономической динамики. М., Издательство иностранной литературы, 1959, с. 143.

**Таблица 1. Предложение и спрос на иностранную валюту в 2005 г.
(млн. долларов США)**

Предложение иностранной валюты		Спрос на иностранную валюту	
Активное сальдо текущих статей платежного баланса	83 184	Вывоз капитала частным сектором (включая пропуски и ошибки)	70 694
Ввоз капитала частным сектором	73 900		
Ввоз капитала ЦБ и Минфином	2 821	Вывоз капитала ЦБ и Минфином	5 306
Чистое погашение долгов перед правительством РФ*	11 474	Капитальные трансферты выплаченные*	13 442
Капитальные трансферты полученные	678	Чистое погашение долгов Правительства РФ	21 157
Итого	172 060	Итого	110 599
		Прирост валютных резервов	61 461
Всего	172 060	Всего	172 060

ральным банком наличных денег, о стерилизации, ориентировочно, – по остаткам средств на счетах в ЦБ. Как видно из данных, приведенных в табл. 2, доля стерилизованной иностранной валюты в течение 2003-2006 годов неуклонно увеличивалась, доля монетизированной иностранной валюты - снижалась.

Таблица 2. Монетизация и стерилизация иностранной валюты на 1 сентября соответствующего года, млрд. руб.

	2003	2004	2005	2006
Золотовалютные резервы	1 902,0	2 634,5	4 453,9	6 871,5
Наличные деньги	1 025,0	1 377,3	1 817,6	2 517,8
Средства на счетах в ЦБ	1 015,0	1 446,1	2 773,6	4 313,5
Итого наличные и средства на счетах в ЦБ	2 040,0	2 823,4	4 591,2	6 831,3

Граница между монетизируемыми и стерилизуемыми валютными запасами весьма подвижна и относительно условна. К монетарным запасам можно отнести ту часть валютных резервов, которой соответствуют наличные деньги и средства на корреспондентских счетах банков. Стерилизуемой части валютных резервов соответствуют остатки средства на счетах правительства, обязательные резервы банков и средства банков на депозитных счетах.

Важнейшим источником предложения иностранной валюты на внутреннем рынке, наряду с экспортной выручкой, является ввоз капитала частным сектором. При этом нужно отметить важное различие между этими источниками предложения иностранной валюты: экспортная выручка облагается достаточно высокими налогами и пошлинами, которые позволяют безвозмездно изъять в бюджет основную часть экстраординарных доходов, связанных с конъюнктурой на рынке энергоносителей. В результате, именно ввоз капитала ведет к чрезмерному росту предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Это положение подтверждается данными за первое полугодие 2006 года, приведенными в табл. 3. Из 56 млрд. долларов активного сальдо текущих статей платежного баланса 40 млрд. долларов изымаются в доход бюджета. Однако эти огромные средства используются лишь для наращивания валютных резервов и погашения внешнего долга.

Как видно из сопоставления табл. 1 и табл. 3, в 2006 году резко сократились расходы на погашение внешнего долга РФ, и, соответственно, ускорился рост

валютных резервов. Прирост валютных резервов за первое полугодие 2006 года превысил прирост валютных резервов за весь 2005 год.

Таблица 3. Предложение и спрос на иностранную валюту за I полугодие 2006 года (млрд. долларов США)

Источники иностранной валюты		Использование иностранной валюты	
Сальдо текущих статей платежного баланса	56,5	Доходы бюджета от внешнеэкономической деятельности*	40,2
		Из них использовано для погашения внешнего долга РФ	5,4
		Прирост валютных резервов за счет доходов бюджета от внешнеэкономической деятельности	34,8
Сальдо текущих статей платежного баланса за минусом доходов бюджета от внешнеэкономической деятельности	16,3		
Ввоз капитала частным сектором (включая капитальные трансферты полученные)	40,0		
Ввоз капитала Банком России	1,2		
Итого источники иностранной валюты (за минусом доходов бюджета от внешнеэкономической деятельности)	57,5	Вывоз капитала частным сектором (включая выплаченные капитальные трансферты и чистые пропуски и ошибки)	30,0
Источники иностранной валюты минус вывоз капитала частным сектором	27,5	Прирост валютных резервов за счет средств, помимо доходов от внешнеэкономической деятельности	27,5
		Прирост валютных резервов, всего	62,3

*Доходы федерального бюджета от внешнеэкономической деятельности, переведенные в доллары по среднегодовому валютному курсу (27,5 рублей за 1 доллар).

Нужно различать два, качественно отличных друг от друга процесса, связанных с формированием валютных резервов. Первый процесс – это изъятие в бюджет части валютной выручки в форме налогов на внешнеэкономическую деятельность. Эти доходы могут быть использованы либо для финансирования централизованного импорта, либо для погашения внешнего долга и накопления валютных резервов. Оформляются ли доходы бюджета, возникающие в результате высоких цен экспортируемых товаров, в форме рублевых или валютных остатков на счетах в ЦБ, – суть дела от этого несколько не меняется. Если правительство конвертирует накопившиеся за 2004-2006 год бюджетные излишки, именуемые Стабилизационным фондом, в иностранную валюту, соответствующая сумма в рублях стерилизуется. Если иностранная валюта остается в составе резервов ЦБ, а соответствующая сумма зачисляется на рублевые счета правительства в ЦБ, эта сумма доходов также выводится из оборота.

В 2006 году Правительство формировало профицит *федерального* бюджета (но не профицит *консолидированного* бюджета) почти целиком за счет доходов от внешнеэкономической деятельности. По своей экономической природе, этот бюджетный излишек изначально представляет собой часть валютной выручки, и не может использоваться для расширения внутреннего спроса.

Чрезвычайные доходы от экспорта могли бы быть использованы для целевых программ, предусматривающие импорт технологий и материалов, однако они замораживаются в качестве валютных резервов. Числятся ли эти резервы в качестве иностранных активов ЦБ, или в качестве стабилизационного фонда правительства – от этого, повторяем, ничего не меняется. Ничего не меняется также от того, номинирован ли стабилизационный фонд в рублях, как это было до осени 2005 года, или, как в настоящее время, – в иностранной валюте.

Другой процесс, обуславливающий наращивание валютных резервов, связан с ввозом иностранного капитала. Ввоз капитала стремительно нарастает за последние годы. Казалось бы, он должен усилить накопление капитала *сверх внутренних сбережений* и сопровождаться соответствующим этому накоплению импортом. Однако ничего похожего не происходит. Получая кредиты за границей, и привлекая иностранный капитал в других формах, заемщики, вместо того, чтобы использовать полученную иностранную валюту для импорта, увеличивают предложение валюты внутри страны, другими словами, обменивают иностранную валюту на рубли, и предъявляют соответствующий спрос на товары и услуги на внутреннем рынке. Часть этой валюты покупают экспортеры капитала. В результате привлеченный иностранный капитал частично вновь вывозится за границу, но, вероятно, не теми субъектами экономики, которые привлекли иностранный капитал.

Однако предложение иностранной валюты на внутреннем рынке превышает спрос, связанный с вывозом капитала. Избыток предложения иностранной валюты поглощается ЦБ и Правительством и оседает в валютных резервах. В этом случае финансовыми источниками для формирования валютных резервов служат прирост количества наличных денег в обращении, профицит консолидированного бюджета субъектов РФ, прирост остатков на счетах коммерческих банков в ЦБ.

Ввоз иностранного капитала, если он не сопровождается соответствующим ростом импорта инвестиционных товаров, и не служит для финансирования вывоза капитала, *увеличивает* внутренний спрос, что, в принципе, может привести к инфляции. Правительство, формируя профицит консолидированного бюджета, превышающий доходы от внешнеэкономической деятельности, *уменьшает* совокупный внутренний спрос на соответствующую величину. Непосредственно совокупный внутренний спрос не сокращается, во всяком случае, немедленно, однако спрос правительства замещается спросом частного сектора, главным образом, спросом фирм – заемщиков иностранного капитала. Тем самым спрос за счет внутренних доходов замещается спросом за счет иностранных кредитов. Формально, повторяем, совокупный спрос не сокращается, но нарастает внешняя задолженность экономики, и, следовательно, расходы по обслуживанию этой задолженности. Выплата доходов иностранным инвесторам составила в 2005 году 4,3 процентов ВВП, или величину, равную 23 процентам от валового накопления основного капитала.

Стремительно нарастающая внешняя задолженность частного сектора не увеличивает источники инвестиций, а лишь перераспределяет совокупный спрос в пользу заемщиков иностранного капитала и обременяет экономику процентными платежами. Публикуемые Федеральной службой государственной статистики Национальные счета России включают консолидированный «Счет операций с капиталом», который, однако, не отражает ввоз и вывоз капитала, и динамику

валютных резервов. При расчете значений в рублях ряда показателей этого счета, заимствованных из платежного баланса, используются разные валютные курсы, причем эти курсы практически никогда не совпадают со средним курсом за год. Мы предлагаем несколько видоизменить «Счет операций с капиталом», включив в него ввоз и вывоз капитала, т.е. передачу остальному миру части внутренних сбережений, и получение дополнительных сбережений от остального мира (см. табл. 4). Тогда сальдирующей статьёй (включающей статистические расхождения) будет не «чистое кредитование остального мира», а прирост валютных резервов. При этом мы пересчитываем показатели, заимствованные из платежного баланса, по среднему (за 2005 год) валютному курсу 28,3 рубля за 1 доллар.

**Таблица 4. Счет операций с капиталом и резервными активами за 2005 год
(млрд. руб.)**

<i>Ресурсы</i>	
Валовое сбережение из располагаемого дохода	7 107
Сбережения, полученные от остального мира	1 590
В том числе: Капитальные трансферты полученные	18
Всего ресурсов	8 697
<i>Использование</i>	
Валовое накопление основного капитала и материальных оборотных	4 512
Сбережения, переданные остальному миру	2 206
В т. ч.: Капитальные трансферты выплаченные	380
Сальдо: Прирост официальных валютных резервов,	1 979
СПРАВОЧНО: Прирост официальных валютных резервов	1 740

Как видно из табл. 4, статистическое расхождение в наших расчетах довольно значительно, но не меньшие расхождения, пропуски и ошибки нередко содержат публикации Федеральной службы статистики и Центрального банка.

Основные выводы, которые можно сделать на основании всего сказанного, заключаются в следующем. Средства, накопленные в стабилизационном фонде, действительно нельзя использовать для расширения внутреннего спроса без риска инфляции, но их можно и нужно использовать для расширения централизованного целевого импорта. Внешние заимствования частного сектора должны достаточно жестко контролироваться государством. Они должны представлять собой привлечение дополнительных сбережений, используемых для инвестиций. Эти заимствования должны допускаться только для обоснованного импорта инвестиционных товаров, но не для расширения предложения иностранной валюты на внутреннем рынке.

В перспективе нужно стремиться к уравновешенному торговому и платежному балансу и такому бюджету, который включал бы умеренный дефицит, соответствующий спросу частного сектора на деньги. Только в этом случае инвестиции будут равны внутренним сбережениям.