

На правах рукописи

**БУШМАН ЮРИЙ ВИТАЛЬЕВИЧ**

**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКИ В ОТКРЫТОЙ МАЛОЙ ЭКОНОМИКЕ ПЕРЕХОДНОГО ТИПА**

На стыке специальности 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством –  
специализация «макроэкономика» и  
специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации на соискание ученой степени**

**кандидата экономических наук**

Москва – 2004

Диссертация выполнена в Институте проблем рынка РАН

Научный руководитель: Доктор экономических наук,  
профессор Маневич В.Е.

Официальные оппоненты: Доктор экономических наук  
Анисимов А.Н.  
Кандидат экономических наук  
Моисеева Л.Ф.

Ведущая организация : Институт экономики РАН

Защита состоится “ \_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 2004 г. в \_\_\_\_ часов на заседании  
диссертационного Совета в институте проблем рынка РАН по адресу: Москва, Нахи-  
мовский проспект, 47.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ИПР РАН

Автореферат разослан “ \_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 2004 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
к.э.н.

Тулупов А.С.

## Общая характеристика работы

**Актуальность исследования.** Кыргызская Республика осуществляет построение рыночной социально-ориентированной экономики. За исторически короткий отрезок времени были сформированы основы рыночной экономики, вместе с тем переходный период еще не завершен. Современная наука накопила обширный теоретический материал и практический опыт макроэкономического управления экономикой, который в большей степени наработан для стран с развитой устоявшейся рыночной экономикой. Известны основные подходы к макроэкономической стабилизации, которые заключаются: (1) в отказе от регулирования, поскольку экономика должна автоматически возвращаться в состояние равновесия, (2) краткосрочном или антициклическом регулировании, (3) долгосрочном регулировании на основании правил, но допускающих гибкость по отношению в краткосрочном периоде. Процессы, происходящие в переходной экономике, специфичны, поэтому сложно сделать выбор стратегии макроэкономической стабилизации, которая должна учитывать рекомендации экономической теории и условия конкретной экономики.

Стабильность цен является одним из условий устойчивого экономического развития. Это положение получило признание у экономистов и легло в основу деятельности центральных банков. Вместе с тем, остается ряд проблем, которые требуют дальнейших исследований. Они связаны с отсутствием общепризнанного определения стабильности цен и количественных оценок ее. Продолжаются дискуссии об оптимальной скорости снижения инфляции, последствиях для реального сектора, подходах к институциональному устройству центрального банка.

Формирование институтов рыночной экономики и оптимального разграничения их полномочий в условиях переходной экономики также требует теоретической проработки и практической апробации. Концепция независимости центрального банка в условиях переходной экономики также требует уточнения. Представляет интерес определение пропорции между политической и инструментальной независимостью. Политическая независимость связана с возможностью центрального банка самостоятельно устанавливать значение для целевого показателя инфляции. Инструментальная независимость обусловлена способностью центрального банка выбирать инструменты денежно-кредитной политики, объем проводимых с ними операций, отсутствием преобладания целей налогово-бюджетной политики. Деятельность центрального банка подвержена действию факторов, которые оказывают влияние на независимость центрального банка и эффективность денежно-кредитной политики. Эти факторы можно условно разделить на внутренние и внешние. Условия, которые формируются вне национальной экономики, например, процессы глобализации, не находятся под контролем и с ними приходится считаться при разработке и реализации денежно-кредитной политики. Условия, которые формируются внутри национальной экономики, одновременно являются объектом реформирования. Исследование глобализации является обширной самостоятельной темой, поэтому в данном исследовании акцент сделан на внутренние факторы.

Стабильность цен может быть обеспечена различными способами или с помощью

различных режимов денежно-кредитной политики. Выбор режима денежно-кредитной политики представляется сложной проблемой, не получившей однозначного теоретического решения. В настоящее время экономическая наука рассматривает следующие основные режимы денежно-кредитной политики: таргетирование предложения денег, таргетирование курса валюты и таргетирование инфляции. В переходной экономике осуществление денежно-кредитной политики связано с существованием множественности целей, что предполагает использование промежуточного режима. Экономическая теория предсказывает, что промежуточные режимы не устойчивы, хотя на практике они получили широкое распространение.

Актуальность исследования заключается в том, что осуществляется анализ рекомендаций экономической теории по макроэкономической стабилизации, концепции стабильности цен и независимости центрального банка, выбора режима денежно-кредитной политики для малой открытой экономики переходного типа на примере Кыргызской Республики.

**Степень изученности проблемы.** В Кыргызской Республике проводились исследования, связанные с обоснованием введения национальной валюты и посвященные некоторым аспектам денежного регулирования, в частности, в этом направлении работают академик Национальной академии наук Кыргызской Республики Т.Койчуев, В.Кумсков. Однако проблематика оптимальности денежно-кредитной политики, независимости Национального банка, выбора и обоснования режима денежно-кредитной политики изучена недостаточно.

Теоретические основы денежного регулирования заложили Давид Юм, Адам Смит, Давид Рикардо, Альфред Маршалл, Ирвинг Фишер, Кнут Викселль, Джон Мейнард Кейнс, Милтон Фридмен и многие другие. Российская наука представлена трудами ученых из Российской академии наук, Института экономики переходного периода и других научных организаций.

Различные аспекты независимости центрального банка представлены в исследованиях Ф.Прескотта, Э.Кудланда, К.Рогоффа, К.Уэлша, М.Фридмена, А.Либермана, М.Вудфорда. Взаимодействие денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики нашли отражение в трудах Дж. Кейнса, Уоллеса, Т.Серджента, Р.Барро, К.Симса, Л.Свенсона, Р.Манделла и др. В области проблемы выбора режима денежно-кредитной политики работают Ф.Мишкин, М.Фридмен, М.Вудфорд и др.

**Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования.** Методологической и теоретической основой диссертации служат труды ученых-экономистов в области политической экономии, макроэкономического анализа, денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Информационной базой исследования выступают официальные публикации Национального статистического комитета Кыргызской Республики, Министерства финансов Кыргызской Республики, Национального банка Кыргызской Республики, документы Правительства Кыргызской Республики, материалы Международного валютного фонда, Все-

мирного банка, Национального бюро экономических исследований и зарубежных центральных банков.

**Объектом исследования** являются макроэкономические аспекты денежного регулирования в малой открытой экономике переходного типа. **Предметом исследования** являются подходы к макроэкономической стабилизации, стабильность цен, независимость центрального банка и альтернативные режимы денежно-кредитной политики.

**Целью исследования** является выбор режима денежно-кредитной политики с точки зрения перспектив его практического применения в Кыргызской Республике. Для реализации поставленной цели решаются следующие задачи:

- анализ различных подходов к обеспечению макроэкономической стабильности и стабильности цен;
- анализ факторов независимости центрального банка;
- сравнительный анализ альтернативных режимов денежно-кредитной политики;
- выработка рекомендаций по переходу на режим таргетирования инфляции в Кыргызской Республике.

**Научная новизна** диссертационного исследования:

- выдвинута аргументация в пользу разработки и реализации макроэкономической политики, основанной на достижении долговременных целей;
- уточнено положение о целесообразности использования промежуточных режимов денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой;
- проведено исследование особенностей независимости центрального банка применительно к экономике переходного типа.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что на материалах Кыргызской Республики проанализированы: (1) макроэкономическая политика и динамику макроэкономических показателей с точки зрения внутреннего и внешнего равновесия, (2) чувствительность экономики к инструментам денежно-кредитной политики, (3) взаимодействие денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Положения диссертации могут использоваться при подготовке основных направлений денежно-кредитной политики на долгосрочный период, планировании действий по переходу на режим таргетирования инфляции, разработке механизма взаимодействия правительства и центрального банка. Материалы исследования могут быть использованы для подготовки учебных материалов по изучению проблем макроэкономической стабилизации, обеспечения стабильности цен, независимости центрального банка в странах с экономикой переходного типа.

**Апробация работы.** Результаты исследований докладывались на научных конференциях и семинарах. Содержание диссертации опубликовано в статьях, тезисах докладов на научных конференциях и семинарах. Материалы диссертации нашли отражение при подготовке годовых отчетов Национального банка, публикации «Обзор инфляции в Кыргызской Республике», практической работе по проблемам денежно-кредитной политики. Тезисы исследования прошли обсуждение на кафедре «Банковский менеджмент» Кыргыз-

ского Национального Университета имени Баласагына.

**Структура исследования.** Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и источников.

**Основные положения работы.** Во введении приведено обоснование актуальности темы диссертации, показана степень разработанности проблемы, сформулированы цели и задачи исследования, определены его методологическая, теоретическая и эмпирическая база.

В первой главе рассмотрена эволюция теории денежного регулирования, взгляды представителей основных школ экономической мысли, которые представляют различные подходы к стабилизации экономики. Классическая школа экономической мысли сформулировала идею автоматической регуляции экономики. Механизм возврата к равновесию был предложен Юмом, его суть составляют предположение о товарных ценах и торговом балансе. Уровень цен складывается в результате взаимодействия товарной массы (затрат труда) и золота. Внутреннюю ценность золота (денег в обращении) определяют затраты труда на их производство. Таким образом, количество денежных знаков (монет) не влияют на уровень цен, а лишь изменяется масштаб единицы измерения. Механизм автоматической регуляции заключается в том, что положительный торговый баланс ведет к притоку золота и росту цен. При отрицательном торговом балансе наблюдается отток золота и снижение цен.

В дальнейшем получили развитие концепции частичного и общего равновесия экономики. Парето и Вальрас впервые формализовали общее равновесие в терминах математической модели. Фишер, Хикс, Патинкин и многие другие придерживались идеи общего равновесия. Маршалл использовал аппарат частичного равновесия. Фридмен, следуя традиции минимального вмешательства государства в экономику, сформулировал правило оптимальной денежно-кредитной политики. Новым в его подходе является признание необходимости государственного регулирования, которое должно быть ограничено поддержанием долгосрочных пропорций, сложившихся в экономике, и не должно сглаживать краткосрочные циклические флуктуации.

В основании количественной теории лежат принципы дихотомии и нейтральности денег, согласно которым признается, что денежно-кредитная политика может оказывать влияние лишь на номинальные показатели, и совершенно бесполезна для регулирования реальных величин в экономике. Роль денег ограничивается исполнением функций средства обращения, соответственно, инфляция является исключительно денежным явлением, то есть рост цен всегда связан с переполнением обращения деньгами. Ставка процента не оказывает влияния на объем дохода.

Викселль и Маршалл показали, что в краткосрочном периоде нейтральность денег может нарушаться. Маршалл исследовал предпочтения ликвидности (спрос на деньги) и выяснил, что в результате изменений в поведении экономических агентов скорость обращения может измениться, что при одном и том же уровне предложения денег приведет к различному уровню цен. С именем Викселля связаны исследования взаимодействия де-

нежной и «естественной» ставки процента. Изменения «естественной» ставки процента ведут к изменению выпуска и занятости. Викселль выступал в пользу неизменности уровня цен в экономике, а в качестве инструмента предлагал денежную ставку процента. По сути, им было предложено первое правило денежно-кредитной политики.

В дальнейшем столь жесткие предположения о нейтральности денег ограничения были сняты, однако в целом признается, что в долгосрочном периоде увеличение предложения денег ведет к росту цен и не имеет последствий для объема выпуска и занятости. Инфляция оказывает негативное влияние на эффективность распределения ресурсов и сокращает экономический рост в долгосрочном периоде. В краткосрочном периоде изменение предложения денег может изменить выпуск и занятость, однако его механизм связан с существованием значительной неопределенности. Денежно-кредитная политика оказывает влияние на инфляцию с лагами, что подрывает ее эффективность.

Как правило, представители классического направления экономической мысли признают приоритет денежно-кредитной политики. Налогово-бюджетная политика акцентирована на формирование сбережений, стимулирование инвестиций. Практическая реализация денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в развитых и развивающихся странах все больше используют правила, которые связывают инструменты экономической политики с целевым показателем.

Великая депрессия подвергла серьезному сомнению эффективность политики, которая использовала рекомендации классической школы. Выяснилось, что безработица может существовать на протяжении длительного периода. Кейнс не только выступил с критикой классиков, но и предложил собственную теорию, которая заложила основы современного макроэкономического анализа. Суть его критики заключается в том, что для формулирования и осуществления политики важно учитывать не только долгосрочный потенциал экономики, но и принимать во внимание циклические свойства экономики. Политика должна соответствовать фазе экономического цикла, на спаде необходимо стимулировать спрос, на фазе подъема спрос необходимо ограничивать, чтобы не допустить перегрева экономики, то есть Кейнс и в особенности его последователи большое внимание уделяли краткосрочной стабилизации или «тонкой» настройке экономики.

Кейнс признавал значимость денег и денежно-кредитной политики, он показал особые условия, при которых денежно-кредитная политика теряет свою эффективность (инвестиционная ловушка и ловушка ликвидности). Теоретики и практики были заняты поиском оптимального сочетания денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики (policy mix). Эффекты данного взаимодействия для открытой экономики были проанализированы Манделлом.

Рекомендации теоретиков кейнсианства заключались в стимулировании потребления, осуществления активной (дискреционной политики). Фискальной политике отдавался приоритет в качестве инструмента стабилизации. Дефицит бюджета признавался ими важным инструментом стабилизации, денежно-кредитная политика была в определенной степени подчинена целям налогово-бюджетной политики. Недооценивалось роль и значе-

ние государственного долга и управления им. Высказывалось мнение о том, что уровень государственного долга не имеет значения для макроэкономической динамики.

Кризис монетаризма, который связан с отказом от краткосрочной стабилизации в пользу регулирования экономики на долгосрочной основе, потребовал разработки новых инструментов. Идеи долгосрочного равновесия или устойчивого развития нашли отражение в концепции таргетирования инфляции, которое получило институциональное оформление в концепции независимости центрального банка

Концепция стабильности цен не является новой и может быть реализована в рамках различных режимов денежно-кредитной политики. В теории существует два подхода – поддержание стабильного уровня цен и поддержание стабильного темпа прироста уровня цен. В 20-30-е годы 20-го столетия в Швеции денежно-кредитная политика была направлена на поддержание неизменного уровня цен. В настоящее время обсуждаются оба подхода, но на практике применяется поддержание стабильного темпа прироста уровня цен.

Проблема оптимальной инфляции и институционального оформления центрального банка имеет большое теоретическое и практическое значение для стран с переходной экономикой. Для развитых стран в настоящее время считается, что ежегодная инфляция не должна превышать двух-трех процентов. Для развивающихся стран эмпирические исследования показали, что при инфляции выше 40 процентов экономический рост прекращается. В качестве практического ориентира принимается, что инфляция не должна превышать 10 процентов.

Обсуждение проблем независимости центрального банка возникла в связи с возможностью использования денежно-кредитной политики для получения краткосрочных выгод. Кудланд и Прескотт показали неэффективность попыток повышения занятости и выпуска за счет непредвиденной инфляции. К.Рогофф предложил в качестве решения данной проблемы идею консервативного центрального банка. Ее суть заключается в том, что центральный банк предпочитает более низкую инфляцию, чем общество в целом. Консервативный банк имеет возможность самостоятельно устанавливать целевой показатель по инфляции и выбирать инструменты денежно-кредитной политики. В дальнейшем экономисты пришли к согласию: консервативный банк может вызвать снижение выпуска ниже потенциального уровня и его трудно поддерживать в долгосрочном периоде, поскольку эффективная денежно-кредитная политика должна пользоваться доверием у экономических агентов. Различия в предпочтениях центрального банка и общества могут вызывать недоверие к денежно-кредитной политике.

Инструментальная независимость центрального банка означает свободу выбора и применения инструментов денежно-кредитной политики, при этом целевой показатель по инфляции устанавливается правительством. Именно на идее инструментальной независимости центрального банка базируется режим таргетирования инфляции. Центральный банк наделяется полномочиями по обеспечению стабильности цен, для него устанавливается четкий и обозримый целевой показатель, деятельность центрального банка предполагает прозрачность и подотчетность перед обществом.



Институт центрального банка в переходной экономике очень молод, не вполне сформировалось понимание целей и задач центрального банка, его институциональное устройство и взаимоотношения с правительством. Существуют различные аспекты независимости центрального банка, которые условно можно классифицировать как внутренние и внешние.

Внутренними факторами являются политические, институциональные и операционные аспекты деятельности центрального банка, которые формируются внутри национальной экономики. Политические факторы связаны с законодательной базой, которая определяет полномочия центрального банка, процедуры выбора целей денежно-кредитной политики, механизмы взаимодействия между различными органами государственного управления. Подверженность центрального банка политическому давлению связана с попытками решения краткосрочных задач в ущерб долгосрочным целям развития, поскольку центральный банк управляет значительными финансовыми ресурсами.

Институциональные факторы проявляются в структуре государственных органов управления, распределением функций и задач в регулировании экономическими процессами. Наиболее важными являются взаимоотношения центрального банка с правительством или в более узком смысле - с министерством финансов.

В плане операционной деятельности центрального банка важнейшими факторами является наличие инструментов денежно-кредитной политики, адекватных достижению целевых показателей, способность центрального банка проводить операции в соответствующих объемах, эффективность этих инструментов. Если центральный банк испытывает дефицит необходимых инструментов или чувствительность экономики к ним недостаточна, деятельность центрального банка не может быть эффективной.

Основным внешним фактором инструментальной независимости центрального банка выступают процессы глобализации, которая способствует распространению с высокой скоростью неблагоприятных шоков по всему миру, данное явление получило название «заражения» (contagion). Центральный банк в определенной степени теряет возможность управления инструментами, поскольку национальная экономика перестает быть изолированной от внешнего мира. Изменение экономической политики во внешнем мире оказывает существенное влияние на денежно-кредитную политику конкретного государства. Усиление риска, связанного с возникновением и распространением финансового кризиса, предъявляет высокие требования к ресурсам, находящимся в распоряжении центрального банка (международные резервы). Центральный банк испытывает ряд сложных проблем при осуществлении денежно-кредитной политики в связи с движением финансовых потоков, которые не рассматриваются детально в данном исследовании, поскольку они требуют отдельного анализа.

Макроэкономическая теория, ее составляющая – теория денег - разрабатывалась и апробировалась преимущественно для стран с развитой рыночной экономикой. Необходимо отметить также, что, несмотря на широкий спектр мнений по поводу актуальных проблем макроэкономической стабилизации, все шире представлена тенденция взаимо-

проникновения и взаимообогащения теорий различного направления. Например, широкое распространение получили подход к анализу экономики в рамках общего равновесия, которые лежали в основе базовых ценностей классической школы. Однако также признано, что для реалистичного анализа необходимо учитывать макро- и микроэкономические несовершенства, что впервые было предложено представителями кейнсианства. Поведение экономики переходного типа может быть описано с помощью теоретических моделей, которые должны учитывать особенности конкретной экономики, в частности ее структурные характеристики.

Во второй главе рассматриваются вопросы, связанные с анализом инструментальной независимости Национального банка Кыргызской Республики, которая обусловлена долговременными (структурными) характеристиками экономики, ее чувствительности к инструментам денежно-кредитной политики, а также взаимодействием денежно-кредитной политики и налогово-бюджетной политики.

Переходная экономика Кыргызской Республики характеризуется значительной неоднородностью и состоит из рыночного, смешанного и нерыночного секторов. Рыночный сектор образовался в результате приватизации, аграрно-земельной реформы, развития малого и среднего бизнеса, его отличительной чертой которого является малая товарность. Смешанный сектор представлен крупными предприятиями, прошедшие процесс акционирования, но в основном государство в них остается единственным или крупнейшим собственником. Частично они выполняют функции государства через административное ценообразование и квази-фискальную деятельность. К нерыночному сектору относятся бюджетные организации, пенсионеры и значительная часть сельского населения. Большой удельный вес нерыночного сектора обуславливает незначительный уровень монетизации экономики, низкую склонность к потреблению.

Совокупное предложение определяется производственным потенциалом, одним из важнейших показателей которого является занятость. В экономике Кыргызской Республики по официальным данным уровень безработицы не высок, однако по неофициальным оценкам он достигает 25 процентов от общих трудовых ресурсов. Основной причиной безработицы представляется массовое выбытие производственного капитала за годы трансформации, потеря части внешнего спроса в связи с распадом Советского Союза и сложностями интеграции в мировую экономику.

Как и в других переходных странах, финансовый рынок в Кыргызстане слабо развит, так монетизация экономики находится на уровне 13-15 процентов валового внутреннего продукта. Основным институтом финансового рынка выступает банковская система, активы которой составляют около 10 процентов ВВП, среди которых преобладают кредиты сроком до года, рынок ценных бумаг представлен в основном государственными казначейскими векселями с максимальным сроком обращения до одного года. Можно сказать, что на финансовом рынке существует избыток краткосрочной ликвидности и дефицит долгосрочных ресурсов, который усугубляется недоверием к финансово-кредитным учреждениям. Отсутствие развитого фондового рынка частично ограждает экономику от

беспорядочных потоков краткосрочного спекулятивного капитала, с другой стороны, отсутствует перелив капитала и сдерживаются инвестиции. Инвестиционная активность сохраняет зависимость от текущей и ожидаемой динамики курса валюты. Основная масса инвестиций приходится на программу государственных инвестиций, которая финансируется за счет иностранного кредита и бюджетных средств.

Совокупный спрос складывается под влиянием платежеспособного спроса, склонности к потреблению и сбережению. По классификации Всемирного банка Кыргызская Республика относится к странам с низкими душевыми доходами (около 300 долларов США по текущему курсу и 2600 долларов США по паритету покупательной способности). Кроме того, наблюдается высокая дифференциация доходов, а распределение доходов имеет «провал» в области средних доходов, при преобладании низких доходов.

Соответственно, возможности стимулирования частного конечного потребления зависят от успешности сокращения бедности. В целом сложившаяся ситуация означает низкую чувствительность к ставке процента в качестве регулятора совокупного спроса, экономические агенты во многом ориентируются на ожидаемые изменения курса валюты при формировании ожиданий и своих решений.

В структуре инвестиций значительный объем приходится на программу государственных инвестиций. В рамках данной программы правительство привлекает льготные кредиты международных доноров, которые используются на проведение структурных реформ и совершенствование социальной инфраструктуры. Прямые иностранные инвестиции демонстрируют высокую чувствительность курсу валюты и макроэкономической стабильности. Использование сбережений населения со средними и высокими доходами ограничивается слабым уровнем доверия к финансово-кредитным учреждениям и неразвитостью системы потребительского кредита.

Анализ равновесия в переходной экономике Кыргызской Республики показывает, что происходит выравнивание внутреннего и внешнего баланса, которое обусловлено проводимыми реформами и экономической политикой, а не механизмами автоматического возврата к равновесию. В результате наблюдается значительное снижение инфляции и восстановление роста валового внутреннего продукта. Существенно удалось сократить дефицит счета текущих операций. Вместе с тем, наличие структурных искажений ведет к существованию долговременных диспропорций. Так, сохраняется высокая избыточность труда и дефицит капитала. Наблюдается тенденция снижения ставок процента, однако, разрыв между ставками по депозитам и кредитам остается высоким. Банковская система не способна осуществлять долгосрочное кредитование. В целом необходимо отметить низкую чувствительность экономики к рыночным регуляторам. Эти и другие диспропорции носят структурный характер, и потребуется время для того, чтобы преодолеть их.

Поведение экономики Кыргызской Республики до 2000 года соответствовало ранним версиям количественной теории. Увеличение совокупного спроса вело с лагом полтора-два месяца к росту цен, усилению спроса на иностранную валюту. Увеличение предложения денег при дефиците совокупного предложения и высокой неопределенности ве-

ло к бегству от денег в форме покупки товаров. В дальнейшем началось восстановление спроса на национальную валюту, что привело к нарушению связи между предложением денег и ценами: на фоне высоких темпов роста денежных агрегатов инфляция устойчиво замедляется.

Инструментальная независимость центрального банка заключается в том, что он имеет возможность самостоятельно выбирать инструменты денежно-кредитной политики. Иначе центральный банк теряет способность осуществлять денежно-кредитную политику, что в операционном смысле означает потерю управляемости собственным балансом. Источниками потери центрального банком управляемости балансом могут быть операции бюджета, внешние потоки капитала и состояние банковской системы. Настоящее исследование ограничивается анализом влияния операций бюджета на денежно-кредитную политику.

В качестве инструмента анализа экономическая наука использует понятие «бюджетное ограничение» центрального банка. Бюджетное ограничение американского типа характеризуется тем, что дефицит бюджета финансируется за счет размещения ценных бумаг среди частных инвесторов, отсутствует валютный риск и обязательства центрального банка всегда обеспечены государственными бумагами. Бюджетное ограничение европейского типа характеризуется изменением предложения денег в результате операций бюджета, обеспечением обязательств центрального банка международными резервами, отсутствием обязательств правительства перед центральным банком по поддержанию его капитала. В нормальных условиях практически оба типа бюджетных ограничений работают одинаково, однако в условиях кризиса центральный банк с европейским бюджетным ограничением более подвержен рискам и зависим в своих действиях. Недостатком американского бюджетного ограничения является то, что обязательства центрального банка обеспечены обязательствами собственного правительства. Для центрального банка в условиях экономики переходного типа придерживаться американского типа бюджетного ограничения практически невозможно.

Преобладание целей налогово-бюджетной политики может принимать различные формы. В данном исследовании рассматривается фискальный подход относительно прибыли центрального банка и использования международных резервов, монетизации дефицита бюджета и управления государственным долгом.

Практика планирования поступлений от Национального банка в бюджет фактически приравнивает его к коммерческим организациям. В соответствии с доходами бюджета планируются расходы, создается соблазн планирования поступлений центрального банка в соответствии с запросами бюджета, что дает возможность политического давления на Национальный банк и может противоречить проведению операций, направленных на выполнение целевого показателя по инфляции.

Другим примером может служить отношение к международным резервам Национального банка. Согласно экономической теории международные резервы формируются в результате положительного сальдо торгового баланса (счета текущих операций). В Кыр-

Кыргызской Республике международные резервы формировались в основном в результате привлечения внешних кредитов, лишь с 2001 года отмечается чистая покупка иностранной валюты. Представляется, что не целевое использование международных резервов в условиях Кыргызской Республики не целесообразно и опасно. Данный вывод вытекает из их функции по обеспечению внешнеторговых операций и обслуживанию внешнего долга. Высокий уровень внешней задолженности, непредсказуемость финансовых потоков не позволяют использовать международные резервы на другие цели, в частности, инвестиционные. Кроме того, нельзя забывать о высоких рисках, связанных с инвестициями.

Прямое финансирование дефицита бюджета применялось до 1998 года, затем оно было запрещено в результате принятия новой редакции закона о Национальном банке. Операции правительства в условиях низкого спроса на национальную валюту оказывали неблагоприятное воздействие на инфляцию и торговый баланс. После кризисных событий 1998-1999 годов в результате сокращения дефицита бюджета, отказа от практики его финансирования центральным банком и восстановительного роста спрос на национальную валюту стал нарастать. Стали давать результаты проведенная земельно-аграрная реформа и развитие микрофинансирования. Таким образом, сокращение дефицита бюджета позволило стабилизировать макроэкономическую ситуацию. В краткосрочном периоде операции правительства перестали носить негативный характер с точки зрения денежно-кредитной политики, хотя неравномерность их проведения вызывает колебания ликвидности банковской системы.

В долгосрочном периоде серьезным ограничением инструментальной независимости центрального банка является обслуживание государственного внешнего долга. Высокий уровень обслуживания внешнего долга ограничивает возможности центрального банка по применению режима плавающего курса валюты, что вступает в противоречие с целевой установкой на стабильность цен.

В третьей главе рассматриваются перспективы денежно-кредитной политики и институциональных требований к Национальному банку Кыргызской Республике. Для этого рассматриваются достоинства и недостатки альтернативных режимов денежно-кредитной политики, анализируется текущий режим денежно-кредитной политики в Кыргызской Республике и обосновывается необходимость перехода на режим таргетирования инфляции.

Современной теорией денег основными режимами денежно-кредитной политики признаются таргетирование предложения денег, курса валюты и инфляции. Первые два режима ориентированы на достижение промежуточной цели: заданный темп роста определенного денежного агрегата или поддержание курса национальной валюты на заданном уровне относительно другой, чаще всего, резервной валюты. Промежуточная цель связана с желаемым показателем по стабильности цен и может быть достигнута с помощью инструментов денежно-кредитной политики. Главным достоинством режима таргетирования предложения денег является его простота.

Достоинства таргетирования валютного курса связаны с меньшей неопределенно-

стью по сравнению с режимом плавающего курса, возможностью импортировать низкую инфляцию и репутацию. Его недостатки являются продолжением достоинств, если фиксированный курс не пользуется доверием, он может подвергаться спекулятивной атаке, в мире глобальных финансов скорость потоков капитала многократно усиливается, центральный банк может испытывать затруднения при защите от подобных атак. Максимальная эффективность таргетирования валютного курса для открытой экономики связана с номинальными шоками или шоками спроса. При шоках предложения фиксированный режим трудно поддерживать. Экономика должна быть очень маленькой, ее структура должна быть очень гибкой. Обычно это имеет место, когда в структуре производства высока доля услуг.

Режим таргетирования инфляции является самым молодым, он появился в начале 90-х годов прошлого столетия и промежуточной целью является непосредственно прогноз инфляции. Достоинствами этого режима можно назвать простоту оценки эффективности денежно-кредитной политики. Для центрального банка он является более гибким по сравнению с другими режимами, поскольку он не связан с необходимостью достижения любых других целей кроме стабильности цен и не ограничен применением конкретных инструментов денежно-кредитной политики. Гибкое таргетирование инфляции является правилом, которое оценивает всю доступную информацию и нацелено на ожидаемое состояние экономики, что не исключает при необходимости использования дискреционных мер. Недостатки таргетирования инфляции связываются с тем, что денежно-кредитная политика, осуществляемая на основании правил, может быть недостаточно гибкой и приводить к излишним колебаниям выпуска и занятости.

Во многих развивающихся странах и странах с переходной экономикой явно или неявно осуществляются промежуточные или гибридные режимы денежно-кредитной политики. Это связано с множественностью целей денежно-кредитной политики и недостаточным уровнем развития экономики и финансовой системы. Множественность целей связана с поддержанием внутреннего и внешнего равновесия средствами денежно-кредитной политики. Критики промежуточных режимов указывают на потенциальный конфликт целей, что создает условия для дестабилизации экономики.

Множественность целей во многом объясняется высокой значимостью курса валюты в малой открытой экономике. Режим чистого плавания наблюдается только в странах с развитой экономикой, что объясняется относительно слабой степенью открытости и высокой адаптивности их экономик, наличием значительных ресурсов. Различные модификации фиксированного обменного курса присущи либо очень малым экономикам, либо странам, в которых преобладает сектора с высокой мобильностью (услуги), либо при вступлении в экономический союз. Например, стратегию привязки курса национальной валюты для получения конкурентоспособных преимуществ осуществляют Япония, Китай и страны Юго-Восточной Азии. Все остальные страны, в основном развивающиеся, придерживаются того или иного промежуточного режима денежно-кредитной политики.

Степень развития финансового рынка и его институтов определяют доступные ин-

струменты денежно-кредитной политики. Ставка процента в силу низкой монетизации экономики, преобладания наличности в денежном обращении в настоящее время не является тем эффективным регулятором, которым она выступает в странах с развитой экономикой. Потребление зависит помимо дохода от ожиданий изменений цен и курса национальной валюты. Потребление сильно дифференцировано в соответствии с уровнем дохода. Отсутствует кривая доходности, поскольку практически отсутствуют средне- и долгосрочные операции. Соответственно, влияние ставки процента на инвестиционную активность остается слабой, а ожиданий изменения курса валюты - высокой.

Предложение денег остается важнейшим инструментом денежно-кредитной политики. Вместе с тем, возможности Национального банка по его регулированию остаются слабыми. Основным способом изменения предложения остаются валютные интервенции. Частично на предложение денег оказывают влияние операции бюджета.

При плавающем режиме курс валюты перестает выполнять функции инструмента денежно-кредитной политики, поскольку он складывается в результате спроса и предложения на валютном рынке.

Использование промежуточного режима денежно-кредитной политики является объективной реальностью и объясняется невозможностью немедленного перехода к одному из «чистых» режимов денежно-кредитной политики. При этом центральный банк испытывает сложности при объяснении денежно-кредитной политики публике, соответственно, он страдает от низкой репутации и доверия. В долгосрочном периоде можно согласиться с выводом экономической теории о переходном характере промежуточных режимов денежно-кредитной политики. Однако с точки зрения практической целесообразности они могут существовать на протяжении длительных отрезков времени.

Режим таргетирования инфляции является привлекательным в условиях экономики Кыргызской Республики. Данный режим денежно-кредитной политики осуществляется на долгосрочной основе. Ориентация на долгосрочные цели позволяет выдерживать стратегическое направление развития при сохранении необходимой гибкости в краткосрочном периоде. Опыт краткосрочной стабилизации в странах с переходной экономикой показал, что решение одних проблем порождает другие, не менее серьезные проблемы. Кроме того, следование краткосрочным целям может вызвать дестабилизацию экономики.

Хотя режим таргетирования инфляции применяется сравнительно недавно, накоплен определенный опыт в развитых, развивающихся, переходных странах. Особенно интересен опыт развивающихся стран и стран с переходной экономикой, поскольку экономические условия в них более приближены к состоянию экономики и институтов в Кыргызской Республике. В качестве примера можно привести Перу – малую открытую экономику с высокой «долларизацией». Среди стран бывшего Советского Союза о намерении перехода к таргетированию инфляции заявляли центральные банки Российской.

Данный режим денежно-кредитной политики очень важен с точки зрения взаимодействия правительства и центрального банка. В условиях переходного периода существует объективный конфликт интересов между этими институтами. Координация целей

долгосрочного развития и приверженность правительства обеспечению стабильности цен во многом исключает возможность возникновения конфликта целей. Кроме того, следование долгосрочным целям позволяет снизить политическое давление, которому подвержены правительство и центральный банк. Усиление репутации центрального банка способствует большему доверию к денежно-кредитной политике и стабилизирует финансовый рынок. Это способствует снижению ставок процента и облегчению обслуживания государственного долга. Аналогично повышение репутации правительства благотворно сказывается на репутации центрального банка.

Также большое значение имеют недостатки других режимов денежно-кредитной политики в условиях Кыргызской Республики. Они не обладают необходимой гибкостью, не используют весь набор информации, не имеют долгосрочной направленности.

Ряд экономистов отмечает, что преждевременное введение таргетирования инфляции способно принести больше вреда, чем пользы. Данный вывод представляется обоснованным, поскольку негативные ожидания формируются быстро и их трудно снижать, формирование положительных ожиданий требует значительных усилий и времени. Следовательно, прежде чем переходить на таргетирование инфляции нужно создать необходимые условия, которые сводятся к следующим категориям: полномочия центрального банка, макроэкономическая стабильность, финансовая стабильность и потенциал центрального банка.

Центральный банк должен обладать четкими полномочиями по достижению стабильности цен и выбору инструментов денежно-кредитной политики. Публика должна быть хорошо информирована о механизмах осуществления денежно-кредитной политики и ее результатах.

Цели налогово-бюджетной политики не должны иметь более высокий приоритет относительно целей денежно-кредитной политики. Решения экономических агентов не должны быть обусловлены преимущественно внешним фактором (курс валюты). На момент внедрения инфляция не должна быть высокой.

Большую роль играет степень развития финансового рынка и стабильность финансовой системы. Финансовая система является посредником между центральным банком и остальной экономикой. Финансовый рынок должен быть достаточно глубоким для того, чтобы центральный банк имел возможность осуществлять операции эффективно.

Для того, чтобы таргетирование инфляции было успешным, необходимо, чтобы центральный банк обладал необходимым набором инструментов и понимал каким образом они влияют на экономику. Валютная политика должна быть подчинена обеспечению стабильности цен. Налогово-бюджетная политика и в частности управление государственным долгом должны поддерживать целевой показатель по инфляции.

Для внедрения таргетирования инфляции в Кыргызской Республике созданы определенные предпосылки. Законодательно в качестве цели деятельности Национального банка закреплено достижение и поддержание стабильности цен. За годы трансформации достигнута макростабилизация, которая находит отражение в основных показателях. В



частности, инфляцию удалось сократить до 4-5 процентов, тогда как в 1992-1993 годы она превышала 1000 процентов. Национальный банк и Правительство выступают ежегодно с заявлением, в котором обозначены цели общегосударственной политики, в том числе по инфляции. Кроме того, существуют основы независимости Национального банка, закрепленные законодательно. Национальный банк с 2001 года на ежеквартальной основе публикует издание «Обзор инфляции в Кыргызской Республике», который играет роль средства коммуникации с публикой. Вместе с тем, для успешного применения таргетирования инфляции необходимо проделать большой объем подготовительных работ.

### **Основные выводы**

1. Концепция долгосрочного развития в наибольшей степени подходит для экономики Кыргызской Республики. Механизмы саморегуляции или автоматической стабилизации экономики слабы, требует длительного времени, высоких издержек, равновесный уровень не обязательно соответствует желаемому уровню экономики. Краткосрочная стабилизация решает одни проблемы, но приводит к возникновению новых проблем.

2. Денежно-кредитная политика, направленная на выполнение долгосрочных целей по инфляции, создает предпосылки для устойчивого экономического роста и сокращения бедности в Кыргызской Республике.

3. Использование концепции консервативного центрального банка целесообразно в период высокой инфляции. При стабилизации инфляции на низком уровне эффективность денежно-кредитной политики обеспечивается приверженностью правительства стабильности цен и инструментальной независимостью центрального банка.

4. Таргетирование инфляции основано на приверженности правительства и центрального банка долгосрочному развитию экономики, и в частности – стабильности цен, и обладает необходимой гибкостью при реализации денежно-кредитной политики. Переход к этому режиму позволит повысить эффективность макроэкономической политики в целом и денежно-кредитной политики Кыргызской Республики. Для подготовки к переходу на таргетирование инфляции необходимо: устранить противоречия в существующем законодательстве относительно разграничения полномочий между Правительством и Национальным банком; дать четкое определение понятию «стабильность цен»; координировать денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику, которые должны быть направлены на достижение непротиворечивых между собой долгосрочных целей; развивать финансовый рынок и финансовые институты; повышать потенциал Национального банка по разработке денежно-кредитной политики и коммуникации с публикой.

В заключении обобщены результаты исследования, сформулированы выводы и рекомендации.

### **По теме диссертации опубликованы следующие работы:**

1. Цукровски Я., Бушман Ю. Сеньораж и поступления в бюджет от Национального банка Кыргызской Республики // серия «Исследования и анализ» №214. Варшава: Центр социально-экономических исследований, 2000.
2. Бушман Ю. Глобализации и малая открытая экономика / материалы семинара «Глобализации и малая открытая экономика». Бишкек: Национальный банк Кыргызской Республики, 2002.
3. Бушман Ю. Рынок земли и денежно-кредитная политика / материалы семинара «Рынок земли и денежно-кредитная политика». Бишкек: Национальный банк Кыргызской Республики, 2003.
4. Бушман Ю. Развитие фондового рынка в Кыргызской Республике / материалы семинара «Развитие финансового рынка в Кыргызской Республике». Бишкек: Национальный банк Кыргызской Республики, 2003.
5. Бушман Ю. Взаимодействие денежно-кредитной и фискальной политики / тезисы доклада на международной научно-практической конференции на тему «Некоторые аспекты денежно-кредитной политики в переходной экономике», Пинск: Белорусский государственный экономический университет, 2004.