

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

НАУЧНЫЕ ТРУДЫ

№ 28Р

**Некоторые проблемы
денежно-кредитной политики
в переходной экономике**

Сборник статей

**Москва
2001**

Институт экономики переходного периода

Под редакцией: С. Синельникова, Р. Энтова

Настоящий сборник объединяет три работы, посвященные анализу различных аспектов денежно-кредитной политики в переходной экономике. В статье С.Дробышевского “Денежно-кредитная политика в посткризисный период” рассматриваются проблемы с которыми сталкиваются денежные власти России в посткризисный период (1999-2000годы), и определяются условия оптимальной денежно-кредитной политики в этот период в рамках существующих теоретических подходов. В работе Г.Трофимова “Внешний долг и денежно-кредитная политика” проанализированы проблемы финансирования внешнего долга за счет дополнительных заимствований и денежной эмиссии, при этом значительное внимание уделено оптимальной стратегии управления внешним долгом, проведены расчеты для различных сценариев. Статья П.Кадочникова “Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального курса” посвящена теоретическому и эмпирическому анализу стабилизационных программ, направленных на сокращение инфляции, особое внимание уделяется программам, использующим обменный курс в качестве контролируемого “номинального якоря”.

Выпускающий редактор: И.Устинова

Компьютерный дизайн: А. Астахов

Настоящее издание подготовлено по материалам исследовательского Проекта Института экономики переходного периода, выполненного в рамках гранта, предоставленного Агентством международного развития США

ISBN 5-93255-044-9

Лицензия на издательскую деятельность № ЛР 021018 от 09 ноября 1995 г.
103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229-6413, FAX (095) 203-8816

E-MAIL – root @iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

© **Институт экономики переходного периода 2001**

Содержание

С. Дробышевский.

Глава 1. Денежно- кредитная политика в
посткризисный период5

Г. Трофимов

Глава 2. Внешний долг и денежно-кредитная политика..... 80

П. Кадочников

Глава 3. Последствия введения стабилизационных мер,
основанных на фиксации номинального
обменного курса..... 126

Глава 1. Денежно-кредитная политика в посткризисный период

Введение

Финансовый кризис в августе 1998 года стал переломным пунктом для денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РФ. На протяжении 1995–1998 годов промежуточной целью денежно-кредитной политики являлось поддержание в рамках установленного валютного коридора динамики номинального курса рубля по отношению к доллару США, который играл роль «номинального якоря» для стабилизации и сдерживания инфляционных процессов. Основными инструментами денежно-кредитной политики в этот период были операции на открытом рынке (покупка-продажа государственных ценных бумаг на вторичном рынке ГКО-ОФЗ) и стерилизующие интервенции на валютном рынке. Отказ в августе 1998 года от политики валютного коридора и введение режима плавающего обменного курса, произошедшего на фоне значительного роста положительного сальдо торгового баланса, вынудили Банк России к выбору новых целей и промежуточных ориентиров в своей политике. При этом денежные власти должны учитывать не только необходимость снижения постдевальвационной инфляции, но и растущий приток иностранной валюты, отсутствие надежных ликвидных финансовых инструментов.

Ограниченность инструментов воздействия на объем денежной массы в обращении вынудили ЦБ РФ использовать, фактически, единственный механизм регулирования денежного предложения – интервенции на валютном рынке. Однако в условиях значительного положительного сальдо торгового (и платежного) баланса данный инструмент работает только в одну сторону – эмиссия рублей за счет покупки избыточного (сверх объема спроса со стороны других участников рынка) предложения валюты на рынке. Для стерилизации денежного предложения Банк России был вынужден пойти на расширение депозитных операций, однако, такая мера является, по сути, искусственной и краткосрочной. Очевидно, что решение проблемы управления денежным предложением требует других решений уже в среднесрочной перспективе. Кроме того, консервация значительных объемов денег повы-

шенной мощности внутри банковской системы не снимает угрозы атаки на курс рубля.

Другим серьезным последствием того, что все инструменты денежно-кредитной политики сведены, фактически, к валютному рынку является усиление давления к ревальвации рубля. С одной стороны, избыточное предложение валюты на рынке толкает номинальный курс рубля в сторону повышения, и Банк России вынужден расширять объемы рублевых интервенций в целях недопущения повышения реального курса рубля. Однако увеличение денежной эмиссии ведет к ускорению инфляционных процессов в экономике, и повышение реального курса происходит уже за счет более быстрого темпа роста цен по сравнению с темпами снижения номинального курса рубля.

Целью настоящей работы является анализ проблем, с которыми сталкиваются денежные власти России в посткризисный период (1999–2000 годы), и определение условий оптимальной денежно-кредитной политики в настоящих условиях в рамках существующих теоретических подходов.

Для анализа ситуации в экономике России в послекризисный период нами рассмотрена теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде на основе подхода IS-LM (аналогичная модели Манделла-Флеминга), в которой спрос на деньги положительно зависит от реального курса национальной валюты. Таким образом, в координатах $e - Y$ кривая LM имеет отрицательный наклон. В первой части работы мы рассматриваем предпосылки, при которых существует такая зависимость, а также анализируем сравнительную статику шоков денежно-кредитной и фискальной политики в модели.

Далее мы проанализировали движение экономики России в рамках предложенной модели и подробно рассмотрели процессы, наблюдаемые в денежно-кредитной сфере после августа 1998 года; в частности, характер инфляционных процессов, динамика и изменение структуры денежных агрегатов, степень рационарования кредита и поведение денежного мультипликатора, динамику золотовалютных резервов, характер действий ЦБ РФ (операции на валютном рынке, операции на открытом рынке, депозитные операции, резервные требования, ставка рефинансирования), поведение реального курса рубля, аккумулярование избыточной ликвидности в банковской системе, изменение структуры активов и пассивов банковской системы.

На основе выводов из модели и анализа рассматривается ряд предложений по выбору оптимальной денежно-кредитной политики на 2001–2002 годы, исходя из опыта зарубежных стран (в частности, вопросы контроля

за движением капитала и внутренней денежной политики после девальвации).

§1. Теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде с кривой LM, представляющей собой функцию от реального курса национальной валюты

Наш анализ основан на двух традиционных подходах: неокейнсианском - (IS-LM) для случая малой открытой экономики (модель Манделла-Флеминга¹) и денежном подходе к платежному балансу². Однако прежде необходимо оговориться, что мы не претендуем на построение принципиально новой модели, а лишь несколько видоизменяем существующие конструкции с целью адаптации их к описанию и анализу специфических условий России конца 90-х годов³.

В модели Манделла-Флеминга уравнение кривой IS записывается как сумма компонентов национального дохода, а уравнение кривой LM – как функция от дохода и ставки процента (поскольку в краткосрочном периоде цены рассматриваются как жесткие, различие между номинальной и реальной ставками процента не проводится).

$$Y = Y(A, T, r, G, e)$$

+ - - + -

$$\frac{M}{P} = LM(Y, r)$$

+ -

где Y – национальный доход, A – автономный уровень потребления, P – уровень цен, T – налоги, r – ставка процента, G – государственные расходы, e – реальный курс национальной валюты, M – номинальная денежная масса, знаки отражают направление зависимости.

¹ Mundell (1968); Fleming (1962).

² IMF (1977).

³ В качестве примера работ, содержащих переработку подхода IS-LM для решения частных экономических задач можно привести статью Romer (2000).

Автономный уровень потребления и налоги оказывают влияние на выпуск через потребление, процентные ставки – через инвестиции, объем государственных расходов принимается экзогенным, реальный курс национальной валюты влияет на величину чистого экспорта. Спрос на деньги зависит от объема выпуска и процента.

Учитывая цели нашего исследования, мы несколько видоизменили предпосылку о характере зависимости, описывающей кривую LM, предположив наличие зависимости от реального обменного курса (здесь мы измеряем реальный курс в единицах иностранной валюты за национальную валюту, т.е. высокий реальный курс соответствует случаю дорогой национальной валюты по отношению к национальной валюте):

$$\frac{M}{P} = LM(Y, r, e).$$

В простейшем случае (линейная зависимость по всем переменным) функция LM будет описываться следующим уравнением:

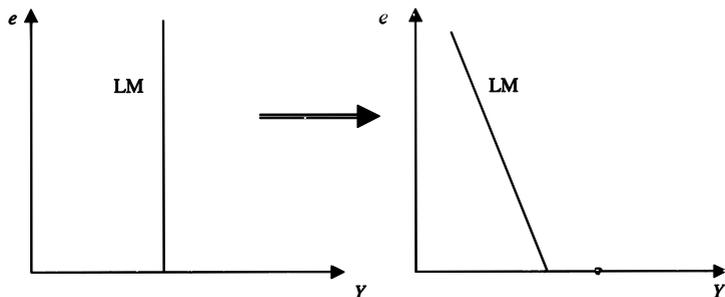
$$\frac{M}{P} = aY - br + fe \Rightarrow$$

$$e = \left(\frac{1}{f} \frac{M}{P} + \frac{b}{f} r \right) - \frac{a}{f} Y,$$

где a, b, f – коэффициенты, отражающие чувствительность спроса на деньги к уровню национального дохода, ставке процента и реальному курсу национальной валюты, соответственно.

Как показано на рисунке 1, в координатах $e - Y$, кривая LM будет иметь отличный вид от традиционного случая, т.е. иметь отрицательный наклон по отношению к оси абсцисс (Y).

РИСУНОК 1.



Таким образом, мы предполагаем, что спрос на деньги зависит не только от процентной ставки, но и от реального курса национальной валюты, причем зависимость – положительная, т.е. более высокому реальному курсу национальной валюты соответствует больший спрос на реальные кассовые остатки. Попробуем обосновать данное утверждение.

Прежде всего заметим, что российская экономика представляет собой двухвалютную экономику, т.е. в экономике обращаются две валюты, выполняющие функции денег, либо некоторые из них (например, средство сбережения или мера стоимости). В такой экономике одна из валют всегда оказывается более стабильной и надежной, не подверженной риску обесценивания (в долгосрочной перспективе), поэтому и реальное богатство и реальные переменные воспринимаются выраженными в этой валюте.

В то же время, в описываемой модели рассматривается спрос на реальные кассовые остатки в национальной валюте. Увеличение или снижение спроса на деньги в модели может соответствовать таким ситуациям как изменения совокупного спроса на кассовые остатки в экономике (как в национальной, так и в иностранной валюте), так и замещения одной валюты другой. Например, рост спроса на деньги будет описывать ситуацию вытеснения иностранной валюты, т.е. дедолларизацию экономики. Предположение о возможности замещения валют в рамках одной двухвалютной экономики является ключевой для дальнейшего понимания положительной зависимости между спросом на деньги и реальным курсом национальной валюты.

В российской экономике функцию средства платежа преимущественно (и легально) выполняет национальная валюта. Обращение долларов как средства платежа, фактически, ограничено теневой экономикой (не рассматриваемой в рамках подобных моделей) и узким кругом операций по покупке дорогостоящих товаров (например, жилье, вторичный рынок автомобилей и т.д.), оборот которых в общем объеме транзакций относительно мал. В модели мы также предполагаем, что для осуществления транзакций (потребления) экономические агенты могут использовать только национальную валюту, иностранная валюта должна быть предварительно конвертирована в национальную валюту.

Однако мы предполагаем, что экономические агенты могут хранить свои сбережения в двух формах: либо в наличной национальной валюте, либо в наличной иностранной валюте. Наличная иностранная валюта игра-

ет в таком случае роль ценных бумаг или депозитов (как альтернатива хранению наличных кассовых остатков) в традиционных моделях.

Также предположим, что текущие доходы экономических агентов выражены в национальной валюте. Эта предпосылка распространяется и на ситуацию, когда номинальная сумма зарплаты или других доходов выражена в долларах, но экономические агенты непосредственно получают на руки рубли.

Следовательно, в каждый момент времени спрос на деньги (рублевые реальные кассовые остатки) определяется как распределением текущих поступлений, направляемых на потребление и сбережение, так и реструктуризацией портфелей (сбережений) экономических агентов.

Рассмотрим теперь влияние реального курса национальной валюты на спрос на деньги с точки зрения влияния реального обменного курса на каждый из трех основных мотивов спроса на деньги (транзакционный, предосторожности и спекулятивный).

С точки зрения транзакционного мотива спроса на деньги, рост реального курса рубля означает повышение реального (в долларовом выражении) богатства экономических агентов и более высокую покупательную способность имеющихся в их распоряжении рублевых кассовых остатков. Такой вывод следует, во-первых, из предпосылки о том, что текущие доходы экономических агентов выражены в рублях; во-вторых, это справедливо относительно предположения, что значимая часть всех сбережений хранится в национальной валюте, и, в-третьих, мы предполагаем, что на внутреннем рынке высока доля импортных товаров, цены на которые фиксированы в долларах. Таким образом, рост реальных кассовых остатков при увеличении реального курса национальной валюты происходит вследствие эффекта богатства.

Аналогичные причины стимулируют спрос на реальные рублевые кассовые остатки из мотива предосторожности. Положительный эффект богатства расширяет возможности потребления и, соответственно, увеличивает неопределенность в размере предстоящих покупок, что заставляет держать больший объем средств в форме национальной валюты, либо устраняет необходимость конвертации текущих денежных потоков в иностранную валюту.

С точки зрения спекулятивного мотива, рост реального курса национальной валюты означает снижение реальной рублевой доходности и увеличение риска потерь по валютным финансовым активам и отрицательный рублевый процент на наличную иностранную валюту, издержки хранения

иностранной валюты возрастают. В предположении об адаптивном характере ожиданий значительной части экономических агентов переход на более высокий уровень реального курса национальной валюты означает формирование ожиданий дальнейшего роста реального курса⁴. Такие ожидания приводят к изменению пропорций между рублевой и валютной частью денежной массы в пользу рублевых кассовых остатков. Таким образом, при удорожании национальной валюты наблюдается дедолларизация экономики, перевод большей части сбережений в национальную валюту. Поскольку для оценки спроса на деньги обычно используются широкие денежные агрегаты, реструктуризация портфелей означает увеличение доли не только депозитов и наличных денег в национальной валюте, но и внутренних финансовых активов (например, номинированных в рублях ценных бумаг), в том числе со стороны иностранных инвесторов.

Таким образом, высокий реальный курс национальной валюты означает, что издержки хранения национальной валюты в наличной форме низки по отношению к хранению наличной иностранной валюты (ситуация аналогичная низкой процентной ставке в традиционных моделях), и спрос на деньги будет расти. Соответственно, низкий реальный курс национальной валюты соответствует высоким процентным ставкам, высоким издержкам хранения национальной валюты в наличной форме и снижению спроса на деньги.

Так как повышение реального обменного курса увеличивает спрос на реальные кассовые остатки, для поддержания спроса на деньги на некотором уровне, соответствующем фиксированному предложению денег, объем национального дохода должен сократиться.

Для более наглядного представления влияния реального курса национальной валюты на движение вдоль кривой LM и ее перемещения рассмотрим изменения отдельных компонентов, определяющих реальный курс (номинальный обменный курс и инфляцию).

Предположим, что цены жесткие, в тоже время номинальный обменный курс рубля растет (например, под влиянием положительного сальдо торгового баланса или притока иностранного капитала). Реальный курс рубля будет также расти, т.е. иностранные товары (либо товары, цены которых номинированы в иностранной валюте) становятся более дешевыми и доступными, хранение наличной иностранной валюты приносит отрица-

⁴ Данная гипотеза может быть подтверждена процессами замещения валют в российской экономике как в 1995, так и в 1998 годах.

тельный процент, равный темпу роста номинального курса рубля. Соответственно, как описано выше, спрос на рублевые кассовые остатки возрастает по всем трем мотивам. Поскольку в данном случае мы не рассматриваем изменения в денежно-кредитной политике, движение происходит вдоль кривой LM, т.е. с ростом номинального и реального курсов снижается объем выпуска.

В обратной ситуации, когда номинальный курс рубля падает (например, благодаря накапливанию центральным банком золотовалютных резервов или дополнительному спросу на валютном рынке со стороны министерства финансов для осуществления выплат по внешнему долгу), реальный курс рубля будет снижаться. Соответственно, по отношению к рублевым кассовым остаткам будет иметь место отрицательный эффект богатства (хотя процент по рублевым активам будет повышаться, достигая в пределе темпов падения номинального курса национальной валюты, основная стоимость рублевого актива снижается), потребление товаров сокращается. Одновременно, в предположении о преимущественно адаптивных ожиданиях экономических агентов, рублевые кассовые активы теряют привлекательность из-за спекулятивного мотива и мотива предосторожности (поскольку агенты для удовлетворения случайных колебаний в потреблении предпочитают держать иностранную валюту), доля иностранной валюты в портфелях увеличивается. Следовательно, спрос на деньги (в национальной валюте) снижается. Так же как и в первом случае движение происходит вдоль кривой LM, т.е. со снижением номинального и реального курсов растет выпуск.

Теперь предположим, что денежные власти поддерживают фиксированный номинальный курс национальной валюты, и изменения реального курса происходят за счет движения цен. В этом случае, поскольку цены экзогенны в модели, мы наблюдаем не движение вдоль кривой LM, а ее сдвиги. В частности, рост цен будет означать снижение реальных кассовых остатков (в предположении, что номинальная денежная масса осталась неизменной), т.е. сдвиг всей кривой LM по направлению к началу координат, несмотря на рост реального курса национальной валюты. Экономическая интерпретация этого результата может быть следующей: экзогенный рост цен снижает реальное богатство экономических агентов, выраженное в обеих валютах, кроме того инфляция увеличивает неопределенность и риск, связанный с изменением покупательной способности национальной валюты, и риск девальвации. Увеличение рисков повышает альтернативную стоимость хранения денег (национальной валюты), аналогично ситуа-

ции роста процентной ставки. Таким образом, спрос на реальные кассовые остатки в национальной валюте будет ниже по сравнению с первоначальной ситуацией при любом уровне реального обменного курса (т.е. вдоль новой кривой LM).

В случае экзогенного снижения цен происходит сдвиг кривой LM вправо вверх, спрос на деньги (в национальной валюте) будет выше по сравнению с первоначальной ситуацией при любом уровне реального обменного курса.

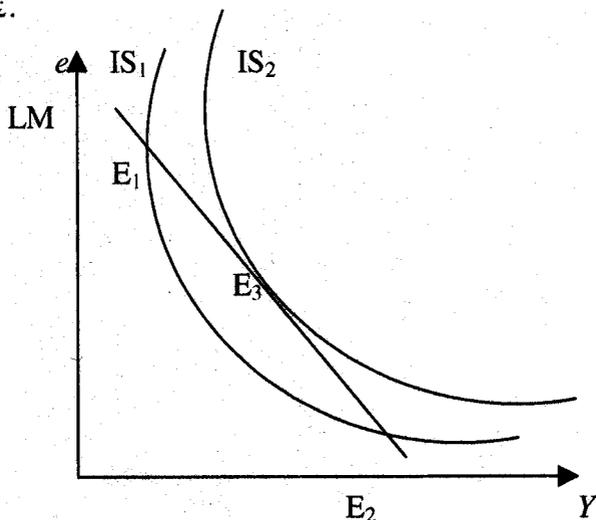
Аналогичная ситуация наблюдается в условиях одинакового роста (снижения) цен и номинального обменного курса. Благодаря изменениям в уровне цен кривая LM (при условии неизменности номинальной денежной массы) сдвигается влево или вправо, и спрос на деньги меняется, несмотря на то что реальный курс остается постоянным.

Эмпирическое подтверждение высказанных гипотез на основе данных о российской экономике сильно затруднено, так как информация об изменении структуры спроса на деньги между рублевой и долларовой составляющей касается, в значительной степени, теневого или нерегистрируемого оборота валюты, надежные источники информации отсутствуют. Косвенным фактором, свидетельствующим в пользу этих гипотез, может являться более высокая доля расходов на покупку иностранной валюты в общем объеме расходов населения до августа 1998 года (т.е. когда курс рубля был высок) при снижающейся доле депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов (наблюдения авторов повседневной жизни до и после августовского кризиса 1998 года). В частности, доля расходов населения, идущая на покупку иностранной валюты, превышала 20% в 1997 году, и упала после августовского кризиса до 7–9%⁵. В то же время, доля депозитов населения в иностранной валюте в общем объеме депозитов за период с июня 1995 года по январь 1998 года снизилась с 38% до 22%, но возросла после августовского кризиса до 45%. Процесс дедолларизации экономики России по мере роста реального курса рубля описан в ряде работ Мирового банка и других исследователей (например, Easterly, Wolf (1995); Sahay, Vegh (1995)).

⁵ Данный показатель включает, в том числе, покупку валюты «челноками» для приобретения импортных товаров. Таким образом, он лишь частично отражает объем расходов на покупку валюты с целью сбережения. Падения показателя после августовского кризиса может также быть в значительной мере связано со снижением объема импорта.

Особенностью нашего варианта модели IS-LM является возможность существования множественного равновесия в краткосрочном периоде. Как показано на рисунке 2, в зависимости от расположения кривой IS возможны три случая равновесия – E_1 и E_2 или E_3 ⁶.

РИСУНОК 2.



Интерпретация равновесий может быть следующей. Равновесие E_1 , характеризующее высоким реальным курсом национальной валюты и низким объемом выпуска, соответствует случаю развития экономики за счет внутренних ресурсов (например, добычи и экспорта сырья или использования золотовалютных резервов): высокий реальный курс национальной валюты позволяет удовлетворять внутреннее потребление за счет импорта, тогда как отечественная продукция неконкурентоспособна⁷ (за исключением, может быть сырья). Вероятно, что в этом случае приток капитала в

⁶ Для простоты изображения и наглядности мы рассматриваем здесь случай линейной функции для кривой LM и функции с постоянной эластичностью для кривой IS. Тем не менее, наши выводы остаются справедливыми и для более общего вида кривых. В случае, если обе кривые являются линейными функциями, на рынке существует только одно равновесие, но интерпретация равновесия будет аналогична приведенной нами в зависимости от соотношения углов наклона обеих кривых.

⁷ В том числе, на внутреннем рынке.

страну будет положительным, так как высокий реальный курс национальной валюты, низкий объем сбережений и неполное использование капитала способствуют повышению ставки процента в экономике.

Равновесие E_2 , напротив, соответствует случаю поддержания и развития отечественного производства за счет низкого реального курса национальной валюты. При этом объем импорта относительно мал (из-за высокой цены импортных товаров), кроме того имеются хорошие страновые преимущества на мировых товарных рынках за счет относительно низких издержек производства.

Равновесие E_3 соответствует ситуации, в которой кривые IS и LM касаются друг друга, и существует только одно значение реального обменного курса, соответствующее равновесию на финансовом рынке и рынке товаров.

Прежде чем перейти к применению данной модели к анализу ситуации в России, рассмотрим сравнительную статику в модели при изменении экономической политики, в частности, последствия шоков бюджетной и денежно-кредитной политики.

Важное отличие рассматриваемой модели от традиционного подхода заключается в том, что последствия мер экономической политики будут различными в зависимости от начального состояния экономики, т.е. в каком из равновесий она находится в первый момент.

Для целей дальнейшего исследования несколько упростим модель, убрав из рассмотрения процентную ставку:

$$Y = Y(A, T, G, e)$$

+ - + -

$$\frac{M}{P} = LM(Y, e)$$

+ +

Данное допущение сделано на основе предпосылки о том, что в условиях переходной экономики процентные ставки не играют отводимой им в теории экономической роли. Во-первых, в условиях высоких рисков кредитования реального сектора, слабых механизмов инфорсманта и низкого уровня капитализации банковской системы кредитование в значительной степени ратионализуется, процентная ставка по кредитам не отражает фактические ограничения на заимствования. Во-вторых, доверие к банковской системе низко, процентные ставки по депозитам, преимущественно, отрицательные, ликвидность вкладов как правило низка (существуют ограничения на досрочное изъятие депозитов, отсутствуют чековые счета, хождение пластиковых карточек широко не распространено). Таким образом, про-

центные ставки не могут в полной мере выступать в качестве альтернативной стоимости хранения наличных средств, в первую очередь, для наличной иностранной валюты.

Таким образом, в качестве эндогенных переменных в модели выступают объем выпуска и реальный курс национальной валюты. Экзогенными переменными являются цены⁸, государственные расходы и денежное предложение.

Рассмотрим влияние бюджетной политики. Сначала предположим, что экономика находится в точке единственного равновесия E_1 (рисунок 3.1). В этом случае экспансионистская бюджетная политика, изображаемая сдвигом кривой IS вправо вверх, приведет к образованию разрыва между спросом на реальные кассовые остатки и денежным предложением (кривая IS_1') при любых значениях реального курса. Это соответствует скачку процентных ставок при агрессивной государственной политике заимствования на финансовом рынке, недостатку платежных средств в реальном секторе экономики, т.е. на графике точка пересечения кривых IS и LM будет отсутствовать. Однако со временем кривые начнут двигаться в направлении друг к другу ($IS_1' \rightarrow IS_2$, $LM_1 \rightarrow LM_2$): кривая IS сместится влево вниз из-за сокращения инвестиций, а кривая LM сместится вправо вверх из-за снижения цен, либо роста денежной массы вследствие притока капитала из-за рубежа (при свободном движении капитала). Новое равновесие установится в точке E_2 , характеризуемой более высоким реальным курсом национальной валюты и более высоким объемом выпуска.

Если же экономика первоначально находится в одном из состояний множественного равновесия, то последствия бюджетной экспансии будут зависеть от того, из какого равновесия началось движение (см. рисунок 3.2). Предположим, что увеличение государственных расходов таково, что его достаточно для вывода экономики в состояние единственного равновесия⁹. Так, если первоначально экономика находилась в точке E_{11} , то бюджетная экспансия, осуществляемая за счет повышения налогов, вызовет снижение частного потребления и частных инвестиций, а также рост чистого экспорта. Последнее объясняется тем, что при высокой доле импортных товаров на внутреннем рынке, снижение потребления означает сокра-

⁸ В том числе, в том смысле, что они жесткие.

⁹ Если рост государственных расходов недостаточен, то рассуждения и движения из начальных равновесий аналогичны, но в конце перехода снова возможны два равновесия.

щение спроса на импорт. Следовательно, объем выпуска будет расти (точка E_2).

РИСУНОК 3.

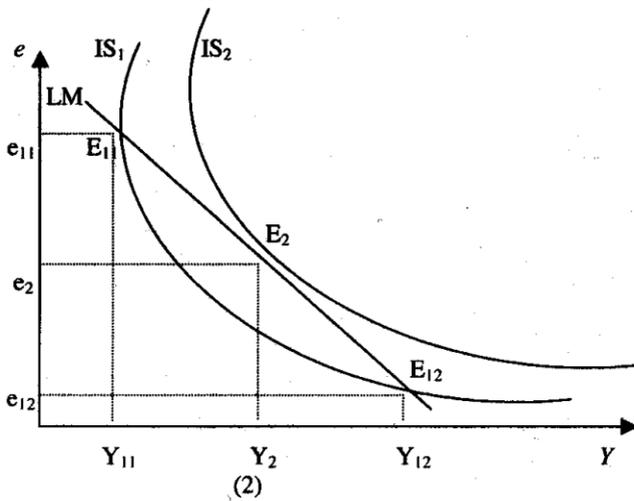
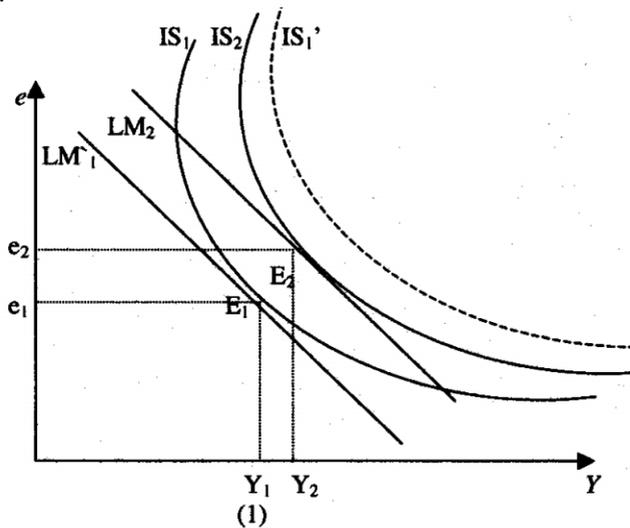
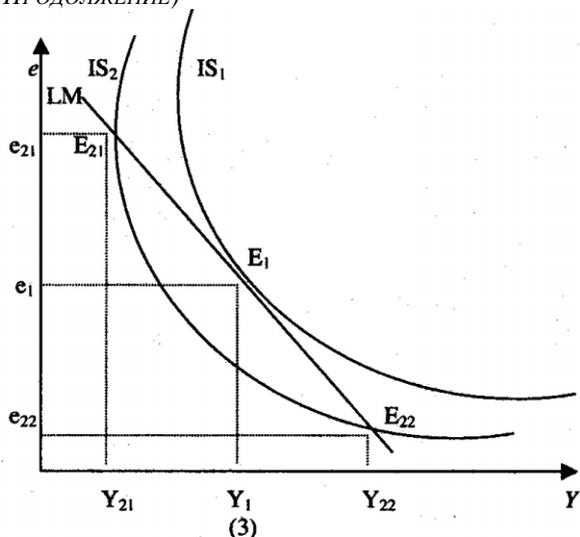


РИСУНОК 3. (ПРОДОЛЖЕНИЕ)



Повышение налогов также означает сокращение чистой (после налогообложения) нормы прибыли в экономике. Соответственно, инвестиционная привлекательность экономики будет низка и реальный курс национальной валюты снизится из-за оттока капитала из страны.

Если экономика находится в точке E_{12} , где доля импорта на внутреннем рынке низка, рост государственных расходов, осуществляемый за счет повышения налогов, ударит через снижение потребления, в большей степени, по спросу на отечественные товары. Следствием этого станут снижение объема выпуска и рост реального курса национальной валюты.

Наконец, в случае сокращения государственных расходов в единственном равновесном состоянии¹⁰ (рисунок 3.3, точка E_1), конечный пункт траектории может быть двойким, и зависит он от восприятия экономическими агентами принимаемых правительством мер¹¹, то есть на сколько

¹⁰ Случай ужесточения бюджетной политики при нахождении экономики в одном из множественных равновесных состояний менее интересен, так как в экономике снова возможно множественное равновесие.

¹¹ Гипотеза о различной реакции экономических агентов на ужесточение фискальной политики в зависимости от восприятия ими долгосрочности предпринимаемых мер находит подтверждение в исследовании МВФ (IMF, 1995).

эти меры серьезны. Если экономические агенты рассматривают ужесточение бюджетной политики как временную меру, то большая часть дополнительного дохода, оставшегося в их распоряжении после снижения налогов, будет потрачена на текущее потребление, в первую очередь, на потребление иностранных товаров. Так как прирост частных сбережений не компенсирует падения бюджетных ресурсов для государственных инвестиций, суммарный объем инвестиций в экономике сократится. Таким образом, ужесточение фискальной политики, воспринимаемое экономическими агентами как временное, ведет к снижению выпуска при повышающемся реальном курсе национальной валюты. Экономика перемещается в точку E_{21} .

ТАБЛИЦА 1.

Начальное состояние и меры	Y	e
Едиственное равновесие		
Рост государственных расходов	↑	↑
Сокращение государственных расходов		
- временное	↓	↑
- постоянное	↑	↓
Денежно-кредитная экспансия		
- временная	↓	↑
- постоянная	↑	↓
Денежно-кредитная рестрикция	↓	↓
«Верхнее» множественное равновесие		
Рост государственных расходов	↑	↓
Сокращение государственных расходов	?	?
Денежно-кредитная экспансия	?	?
Денежно-кредитная рестрикция	↑	↓
«Нижнее» множественное равновесие		
Рост государственных расходов	↓	↑
Сокращение государственных расходов	?	?
Денежно-кредитная экспансия	?	?
Денежно-кредитная рестрикция	↓	↑

В случае, если экономические агенты верят в долгосрочность принятых мер по снижению фискальной нагрузки, их эффект будет другим. В первых, большая часть дополнительно располагаемых доходов будет направлена на сбережения, предложение инвестиционных ресурсов увеличится, снижая ставку процента. Последнее, в свою очередь, вызовет рост частных инвестиций в экономике, отток иностранного капитала и снижение спроса на национальную валюту на валютном рынке, увеличение экспорта (из-за снижения издержек производства). Таким образом, экономика

переместится в точку E_{22} , характеризующую высоким объемом выпуска и низким реальным курсом национальной валюты.

Аналогичные рассуждения могут быть применены к анализу последствий ограничительной и экспансионистской денежно-кредитной политики (мы опускаем их в целях экономии места). В таблице 1 представлены конечные эффекты шоков экономической политики, в зависимости от начального состояния экономики. Необходимо отметить, что в неравновесных состояниях ужесточение бюджетной политики или денежно-кредитная экспансия могут вести в любое из двух новых неустойчивых равновесных состояний, в зависимости от субъективных факторов, неучитываемых в модели (институциональные условия, изменения предпочтений, конъюнктуры и т.д.)