

---

Михаил Юрьевич  
**ГОЛОВНИН**

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ  
В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Москва  
Институт экономики  
2008

ISBN 978-5-9940-0038-0

**Головнин М.Ю.** Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации — М.: Институт экономики РАН, 2008. — 48с.

В докладе рассматриваются современные теоретические подходы к анализу денежно-кредитной политики в новых условиях финансовой глобализации. Подробно разбираются вопросы выбора режима валютного курса, влияния глобализации на динамику инфляции и на трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики, находящиеся в центре внимания современных исследований по анализируемой проблеме. Основной акцент автор делает на необходимости интеграции теорий денег и кредита и теорий функционирования финансовых рынков в новых условиях, в том числе с привлечением посткейнсианской концепции эндогенного предложения денег.

©

Головнин М.Ю.,  
2008

©

Институт экономики РАН  
2008



## Оглавление

<b>Введение.</b>	
Общая характеристика финансовой глобализации.....	4
<b>Глава I.</b>	
Классические модели денежно-кредитной политики для открытой экономики .....	10
<b>Глава II.</b>	
Выбор режима валютного курса.....	14
<b>Глава III.</b>	
Проблема инфляции и финансовая глобализация.....	23
<b>Глава IV.</b>	
Новые подходы: роль финансовых рынков.....	27
<b>Глава V.</b>	
Трансмиссионные механизмы и независимость денежно-кредитной политики в условиях глобализации .....	34
<b>Заключение</b> .....	41
<b>Литература</b> .....	43



## Введение.

### **Общая характеристика финансовой глобализации\***

Теории денег и кредита развиваются уже достаточно длительное время. Первой оформившейся теоретической школой в анализе денежно-кредитной сферы стала количественная теория денег, основные положения которой прозвучали еще в работах представителей Саламанкской школы в XVI веке и были развиты в работах Д. Юма во второй половине XVIII века. В процессе своего развития экономическая мысль в области изучения денег и кредита сталкивалась с изменением самой денежно-кредитной системы и была вынуждена реагировать на изменившийся объект исследования. Можно назвать несколько таких важных сдвигов в денежно-кредитной сфере: создание центральных банков как органа по ее регулированию, переход от товарных к декретированным деньгам и ряд других. Тем не менее, безусловно, ряд положений теорий денег и кредита применим к различным денежно-кредитным системам рыночной экономики, что позволяет до сих пор ссылаться на классиков экономической науки, живших в XVIII или XIX веках.

Последним значительным изменением, происходящим в экономической системе, стала глобализация мировой экономики. В настоящей работе мы ставим перед собой цель рассмотреть, какие

---

\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РГНФ в рамках совместного научно-исследовательского проекта РГНФ и НАН Украины «Денежно-кредитная политика России и Украины на современном этапе: новые вызовы и возможные ответы» №08-02-91205 а/У.

изменения глобализация, в первую очередь ее финансовая составляющая, приносит в функционирование национальной денежно-кредитной сферы, как она влияет на деятельность центрального банка по ее регулированию и насколько эти изменения нашли отражение в теоретических работах ученых, принадлежащих к различным школам экономической мысли.

Существует множество различных определений финансовой глобализации. Японские ученые К. Окина (K. Okina), М. Ширакава (M. Shirakawa) и Ш. Ширатсука (S. Shiratsuka), проводя качественное различие между понятиями «глобализация» и «интернационализация», отмечают, что термин «интернационализация» в их понимании определяет ситуацию, когда происходит рост объемов внешнеэкономических сделок в мировом масштабе, а «глобализация» означает процесс, при котором каждая национальная экономика (включая ее финансовый рынок) движется к созданию единого мирового рынка<sup>1</sup>.

М. Гудмундссон (M. Gudmundsson) пишет не о едином, а об интегрированном финансовом рынке (используя термин «финансовая интеграция» фактически как синоним финансовой глобализации). Полностью интегрированный рынок, в его интерпретации, это такой рынок, на котором экономические агенты сталкиваются с единым набором правил, имеют к нему равный доступ и рассматриваются на нем как равные. Кроме того, он отмечает, что при финансовой интеграции действует закон единой цены<sup>2</sup>. Заметим, что в этом определении уже в неявной форме присутствует общность регулирования интегрированного рынка (поскольку речь идет о единых правилах), которая на практике может быть достигнута лишь в весьма отдаленном будущем. Кроме того, что касается закона единой цены, то многие исследователи, отмечая стремление к сближению цен на активы на мировых финансовых рынках, не упоминают о сохранении страновых премий за риск, поскольку финансовая глобализация не подразумевает отмены национальных политических систем и национального регулирования экономики.

- 
1. Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S. Financial Market Globalization: Present and Future // Monetary and Economic Studies. 1999. Dec. P. 3.
  2. Gudmundsson M. Financial globalization: key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy // BIS Papers. 2008. April. No 39. P. 9.

Финансовая глобализация характеризуется значительным увеличением потоков капитала, проходящих через мировые финансовые рынки. Так, например, среднесуточный объем торгов на мировом валютном рынке вырос с 820 млрд долл. в 1992 г. до 3210 млрд долл. в 2007 г.<sup>3</sup> Общий объем международных долговых ценных бумаг к погашению увеличился с 2441 млрд долл. на конец 1994 г. до 22030 млрд долл. на конец июня 2008 г.<sup>4</sup>

Одной из важных предпосылок финансовой глобализации стала либерализация операций, связанных с трансграничным движением капитала. В теории ее следствием является полная мобильность капитала, которая приводит к выравниванию процентных ставок между странами. В развитых рыночных экономиках постепенное снятие ограничений по трансграничным операциям с капиталом происходило в 1960–90-х годах. Этот процесс иногда носил возвратный характер из-за периодически возникавших кризисных явлений, крупнейшим из которых стал распад Бреттон-Вудской валютной системы в начале 1970-х годов. Так, среди европейских стран Германия и Великобритания сняли большинство ограничений на международное движение капитала к концу 1970-х годов, романские страны Европы (Франция, Испания, Португалия) – на протяжении 1980-х годов. При этом либерализации операций с капиталом способствовал процесс европейской интеграции и, в частности, необходимость решения задачи построения Общего рынка к 1990 г., подразумевавшей, в том числе, свободу передвижения капитала между странами-членами Европейского экономического сообщества. В большинстве развивающихся стран значительные меры по либерализации трансграничного движения капитала были предприняты в 1990-е годы.

Однако, несмотря на снятие формальных ограничений на движение капитала, сохраняются барьеры, отделяющие национальные рынки капитала и не позволяющие говорить об окончательном формировании единого мирового рынка капитала. Об этом свидетельствуют две так называемые «загадки глобализации»:

---

3. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. Triennial Central Bank Survey // Bank for International Settlements. 2007. Dec. P. 4.  
4. BIS Quarterly Review. 1996. August. Statistical Annex. P. 36; 2008. September. P. A85.

наличие эффекта «домашнего смещения» (home-bias) и «парадокс Фельдстайна–Хориоки».

Эффект «домашнего смещения» связан с тем, что в портфелях инвесторов из развитых стран наблюдается смещение в сторону внутренних активов<sup>5</sup>. В экономической литературе выдвигаются следующие объяснения этого эффекта: наличие явных барьеров для международных инвесторов; мотивы страхования; различный доступ к информации; поведенческие мотивы<sup>6</sup>. Хотя «загадка» «домашнего смещения» была описана в литературе достаточно давно<sup>7</sup>, его действие сохраняется. Б. Хо (B. Kho), Р. Штулц (R. Stulz) и Ф. Уорнок (F. Warnock) в качестве причины устойчивости эффекта «домашнего смещения» называют значительную долю фирм, которыми владеют инсайдеры. По их мнению, «домашнее смещение» должно оцениваться не с помощью моделей оптимального выбора портфельных инвесторов (эти модели дают оценки, далекие от реальных значений), а с помощью теории оптимальной инсайдерской собственности (фактически уровень этой собственности будет задавать границу «домашнего смещения»)<sup>8</sup>.

Парадокс Фельдстайна–Хориоки предполагает, что при полной интеграции мировых финансовых рынков сбережения могут размещаться на рынке любой страны в соответствии с доходностью предлагаемых на нем активов. В такой ситуации не должно наблюдаться корреляции между национальными сбережениями и национальными инвестициями внутри одной страны. Однако на практике подобная корреляция наблюдается, и она достаточно высокая<sup>9</sup>. Любопытно, что соответствующая работа М. Фельдстайна и Ч. Хориоки «Внутренние сбережения и международные потоки капитала» появилась в 1980 г.<sup>10</sup>, то есть в период, когда вести речь о полной интеграции финансовых рынков было явно преждевре-

---

5. Okina K. et al. Ibid. P. 2.

6. Kho B.C., Stulz R.M., Warnock F.E. Financial globalization, governance, and the evolution of home bias // BIS Working Paper. 2006. December. No 220. P. 1.

7. К. Окина и др. в своей работе ссылаются на статистику из работы: French K.R., Poterba J.M. Investor Diversification and International Equity Markets // American Economic Review. 1991. May. No 81.

8. Kho B.C. et al. Ibid. P. 2.

9. Okina K. et al. Ibid. P. 6.

10. Feldstein M., Horioka C. Domestic Saving and International Capital Flows // Economic Journal. 1980. No 90.

менно. Тем не менее если с этого времени мобильность капитала между промышленно развитыми странами существенно выросла, то корреляция между внутренними сбережениями и инвестициями снизилась лишь незначительно<sup>11</sup>.

Бывший председатель Федеральной резервной системы США А. Гринспен так характеризует завершающую стадию процесса финансовой глобализации: финансовые риски полностью возьмут на себя те, кто в наибольшей степени желает их нести; смещение формы хранения сбережений в сторону национальных рынков будет постепенно сведено к минимуму, а возможность арбитража между национальными рынками исчезнет<sup>12</sup>. Тем самым он подтверждает наличие факторов, сдерживающих развитие финансовой глобализации, о которых мы говорили выше.

Если предположить, что финансовая глобализация приводит к полной мобильности капитала, то, в соответствии с принятым в экономической литературе представлением (в значительной мере основанном на модели Манделла–Флеминга), денежные власти сталкиваются перед выбором: либо они могут проводить независимую денежно-кредитную политику, но тогда должны отказаться от регулирования валютного курса, либо может поддерживаться режим фиксированного валютного курса ценой отказа от независимой денежно-кредитной политики. В другом виде это положение сформулировано в форме так называемой «невозможной троицы» (“impossible trinity”): в экономике не могут одновременно присутствовать фиксированный валютный курс, полная мобильность капитала и денежно-кредитная политика, направленная на внутренние цели<sup>13</sup>. Однако, на наш взгляд, вызовы для денежно-кредитной политики, которые несет с собой финансовая глобализация, далеко не ограничиваются этим выбором. Они нашли отражение в работах многих ученых, особенно относящихся к неортодоксальному направлению экономической мысли. В данной работе мы стремимся максимально широко отразить различные теоретические

- 
11. *Giannone D., Lenza M.* The Feldstein-Horioka Fact // ECB Working Paper Series. 2008. February. No 873. P. 7.
  12. *Greenspan A.* Global finance: is it slowing? // BIS Review. 2003. No 12.
  13. *Fischer S.* Distinguished Lecture on Economics in Government – Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? // The Journal of Economic Perspectives. 2001. Spring. Vol. 15. No 2. P. 10.





## Введение

подходы, демонстрирующие влияние новых вызовов, связанных с финансовой глобализацией, на денежно-кредитную политику.

При подготовке доклада мы опирались в основном на работы зарубежных экономистов в силу накопленного ими значительного теоретического потенциала в данной области, тогда как внимание отечественных исследователей к рассматриваемой проблематике активизировалось лишь в 2000-е годы. Однако хотелось бы выделить работы российских экономистов в области исследования проблематики функционирования валютной системы. Именно это направление получило к настоящему времени, пожалуй, наибольшее развитие в отечественной экономической литературе в рамках исследования вопросов денежно-кредитной политики и финансовой глобализации.

В первом разделе дана краткая характеристика уже ставших классическими теоретических подходов к анализу денежно-кредитной политики в условиях открытой экономики (прежде всего, модели Манделла–Флеминга), их эволюция и связанные с их применением ограничения. Второй раздел посвящен такому важному вопросу денежно-кредитной политики в широком смысле, как выбор режима валютного курса. Особенное внимание уделяется характеристике современной мировой валютной системы. В третьем разделе содержатся различные теоретические объяснения изменений в динамике инфляционных процессов в условиях глобализации. В четвертом разделе сделан акцент на анализе функционирования финансовых рынков в современных условиях и последствиях их нестабильности для проведения денежно-кредитной политики. В пятом разделе рассматривается влияние финансовой глобализации на трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики, что позволяет определить ее эффективность и выбор системы необходимых инструментов, а также возможности проведения независимой политики в современных условиях.

## Классические модели денежно-кредитной политики для открытой экономики

Для оценки эффективности денежно-кредитной политики в условиях открытой экономики уже традиционным стало применение модели Манделла–Флеминга, которая, по сути, представляет собой расширенную версию модели неоклассического синтеза IS-LM для открытой экономики и содержится практически во всех учебниках по макроэкономике<sup>14</sup>. В этой модели эффективность денежно-кредитной политики зависит от выбранного режима валютного курса.

Одной из ключевых предпосылок модели является предпосылка о малой открытой экономике, для которой внутренняя ставка процента совпадает с мировой. Фактически делается еще одна предпосылка о совершенной мобильности капитала между странами<sup>15</sup>. Именно потоки капитала, устремляющиеся в страну и из страны вслед за изменением внутренней ставки процента, позволяют обеспечить упомянутое равенство ставок процента.

При выполнении указанных предпосылок из модели делается известный вывод о том, что при плавающем режиме валютного

---

14. См., например: Мэнкью Н.Гр. Макроэкономика. М.: Издательство Московского университета. 1994. С. 515-540; Bain K., Howells P. Monetary Economics. Policy and Its Theoretical Basis. Palgrave MacMillan. 2003. P. 275-308.

15. Любопытно, что модель Манделла–Флеминга разрабатывалась в 1960-е годы, когда многие развитые страны применяли ограничения на международное движение капитала и говорить о полной мобильности капитала можно было лишь в теории. Предпосылкам модели на первый взгляд в гораздо большей степени удовлетворяет ситуация в мировой экономике, сложившаяся с начала 1990-х годов.

курса национальная денежно-кредитная политика эффективна (в части воздействия на реальный национальный доход), в отличие от бюджетно-налоговой или внешнеторговой политики, тогда как при фиксированном валютном курсе ситуация обратная: денежно-кредитная политика полностью неэффективна, а на уровень дохода влияют только бюджетно-налоговая и внешнеторговая политика. При этом механизм воздействия денежно-кредитной политики на экономику основан на ее влиянии прежде всего на валютный курс (влияние на ставку процента становится невозможным, поскольку она уже не определяется внутри страны).

Денежно-кредитная политика при режиме фиксированного валютного курса в этой модели может стать эффективной лишь при проведении девальвации или ревальвации. Однако этот эффект будет временным, так как впоследствии приведет к выравниванию уровней цен между странами. В свою очередь, частый пересмотр значения фиксированного курса вызовет снижение доверия к политике денежных властей.

Очевидным исключением из модели Манделла–Флеминга является случай большой открытой экономики, которая может оказывать влияние на мировую ставку процента. Классическим примером такой экономики являются США. В этом случае воздействие денежно-кредитной политики на выпуск оказывается промежуточным между случаями закрытой и малой открытой экономик.

Модель также не учитывает широкого спектра режимов валютного курса, которые находятся между свободным плаванием и фиксированным валютным курсом: от управляемого плавления до различных видов так называемой «мягкой привязки» валютного курса (к ним относятся «ползучая привязка», валютный коридор – горизонтальный и с наклонными границами и ряд других). В случае применения «мягкой привязки» денежно-кредитная политика получает ограниченную степень автономности (по сравнению с режимом полностью фиксированного валютного курса).

Отдельный вопрос – как определяется мировая ставка процента. Теоретически она может устанавливаться по соглашению, достигнутому между группой стран их центральными банками, или центральным банком крупнейшей страны в мировой валютной

системе<sup>16</sup>. Очевидно, что современные реалии описываются скорее вторым вариантом.

Более углубленно влияние денежно-кредитного регулирования в условиях открытой экономики изучалось в рамках **монетарного подхода к анализу платежного баланса**. Он развивался по двум, во многом независимым, направлениям: продолжению линии Р. Кана и Дж. М. Кейнса (привнесение монетарных факторов в модель мультипликатора для платежных балансов, значительную роль здесь сыграл Ж. Полак) и Г. Джонсона (подчеркнуто антикейнсианский и монетарный характер подхода)<sup>17</sup>. Любопытно, что кейнсианский подход развивался в рамках исследовательского департамента Международного валютного фонда (МВФ), а работы Г. Джонсона делались в Чикагском университете. Значительный вклад в этот подход сделал в своих относительно более поздних работах (с середины 1960-х годов) и Р. Манделл.

Рассматривая вопрос о возможностях денежно-кредитной политики при различных режимах валютного курса, М. Девере (M. Devereux) и Ч. Энгел (C. Engel) пришли к достаточно неожиданным выводам. На основе работы М. Обстфельда (M. Obstfeld) и К. Рогоффа (K. Rogoff)<sup>18</sup> они разработали стохастическую оптимизирующую модель общего равновесия с двумя странами и негибкими ценами<sup>19</sup>. Они определяли оптимальную денежно-кредитную политику, используя в качестве критерия благосостояние потребителей. Результат модели зависит от того, в какой валюте устанавливаются цены. Один из вариантов (в неявном виде в основном использовавшийся до этого в литературе) – цены устанавливаются в валюте производителя (producer-currency pricing, PCP). В результате при изменениях валютного курса цены импортируемых товаров изменяются на ту же величину. Но есть и другой вариант (по мнению авторов, в

---

16. Bain K., Howells P. Ibid. P. 277.

17. См.: Polak J.J. The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian // IMF Working Paper WP/01/100. IMF. 2001. August.

18. Obstfeld M., Rogoff K. Risk and Exchange Rates // NBER Working Paper. 1998. No 6694.

19. Используемый в данном случае тип моделей относится, по классификации М. Обстфельда, к новым моделям открытой экономики, которые, в частности, принимают во внимание монополистическое ценообразование. См.: Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model // IMF Staff Papers. 2001. Vol. 47. P. 21.

большей степени соотносящийся с эмпирическими данными): цены устанавливаются в валюте потребителей (local-currency pricing, LCP)<sup>20</sup>. Общий вывод работы Девере и Энгела заключается в том, что в случае установления цен в валюте потребителя оптимальная денежно-кредитная политика в ответ на реальные шоки вполне согласуется с режимом фиксированного валютного курса. Этот вывод весьма любопытен, поскольку фактически опровергает выводы модели Манделла–Флеминга.

На меняющиеся условия в мировой экономике, связанные с ростом межстрановой мобильности капитала, отреагировал и монетаризм. Соответствующее направление в его рамках получило название «глобального монетаризма». С одной стороны, он отмечает, что в условиях плавающих валютных курсов степень независимости денежно-кредитной политики действительно возросла. Однако возможности влияния центрального банка на экономическую активность в краткосрочном периоде ограничиваются стремительным ростом потоков краткосрочных мобильных капиталов. Когда центральный банк снижает процентную ставку, эти капиталы покидают страну в поисках более высокой доходности, оказывая подавляющее действие на экономическое развитие. В долгосрочном периоде отток капитала из страны, вызванный смягчением денежно-кредитной политики, может вызвать падение валютного курса. Как следствие, с одной стороны, произойдет стимулирование экспорта, а с другой — ускорение инфляции, в том числе за счет роста цен на импортируемые товары<sup>21</sup>. В этом случае фактически происходит возврат к тезису классической дихотомии о независимости реальных переменных от номинальных и, как следствие, о неэффективности денежно-кредитной политики в краткосрочной перспективе.

---

20. Devereux M.B., Engel C. Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility // NBER Working Paper. 2000. No 7665. P. 3.

21. История экономических учений / Под ред. В.Автономова, О.Ананьина, Н.Макашевой. М.: ИНФРА-М, 2001. С. 573.

## Выбор режима валютного курса

Таким образом, мы видим, что эффективность денежно-кредитной политики ставится в прямую зависимость от выбора режима валютного курса. Поэтому процесс этого выбора сам по себе играет важную роль в условиях финансовой глобализации, тем более что денежно-кредитная политика становится все более взаимосвязанной с валютной политикой. Реальная возможность такого выбора появилась в связи с распадом Бреттон-Вудской мировой валютной системы и отсутствием нового мирового механизма регулирования валютных курсов.

Традиционно считается, что гибкие валютные курсы желательны в условиях специфичных для страны реальных шоков, которые требуют согласования относительных цен. С другой стороны, фиксированный валютный курс позволяет стране унаследовать стабильность денежно-кредитной сферы у страны, которая поддерживает строгую денежную дисциплину<sup>22</sup>.

Одним из первых в защиту гибких валютных курсов выступил М. Фридман. В своей работе «Доводы в пользу гибких валютных курсов»<sup>23</sup> он отмечал, что «если бы внутренние цены были бы такими же гибкими, как валютные курсы, практически не было бы разницы с экономической точки зрения, осуществлялось

---

22. Devereux M.B., Engel C. Ibid. P. 1.

23. Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates. Essays in Positive Economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

бы согласование путем изменений валютных курсов или эквивалентных изменений внутренних цен. Но на самом деле это условие не выполняется. Валютный курс потенциально гибок в отсутствие административных действий по его замораживанию. По крайней мере, в современном мире внутренние цены в значительной мере негибки»<sup>24</sup>. Кроме того, он отрицал аргумент, связанный с импортированием стабильности цен через фиксированный валютный курс, и подчеркивал тезис о том, что плавающие валютные курсы позволят проводить независимую денежно-кредитную политику<sup>25</sup>.

Здесь можно вспомнить еще К. Викселя, который писал о том, что власти сталкиваются с двумя альтернативами:

- либо поддержание уровня цен внутри страны;
- либо поддержание паритета национальной валюты по отношению к другим валютам. Интересно, что Виксель находил выход из этой ситуации в координации действий между национальными центральными банками путем заключения международных соглашений<sup>26</sup>.

Аргументы в пользу фиксированных валютных курсов между двумя странами или внутри группы стран были разработаны в рамках концепции оптимальной валютной зоны, которая, как известно, была разработана еще в начале 1960-х годов будущим нобелевским лауреатом Р. Манделлом и впоследствии развита Р. МакКинноном (R. McKinnon) и П. Кененом (P. Kenen).

Фактически концепция оптимальной валютной зоны призвана давать ответ на вопрос, между какими странами экономически целесообразно построение валютного союза. Теорией выделяется ряд критериев, которым призваны соответствовать эти страны. В их числе наличие межрегиональной мобильности факторов производства, гибкость цен и заработной платы, степень диверсификации национальных экономик, схожие темпы инфляции и другие<sup>27</sup>.

---

24. Цит. по: *Devereux M.B., Engel C. Ibid. P. 2.*

25. См.: *Moussé С.* Неизвестный Фридман: вклад великого монетариста в развал Бреттон-Вудса // Вопросы экономики. 2005. № 3. С. 85-86.

26. *Бурлачков В.К.* Денежная теория и динамичная экономика: выводы для России. М.: УРСС, 2003. С. 49.

27. *Дробышевский С., Полевой Д., Трунин П.* Проблемы создания единой валютной зоны на территории СНГ. М.: ИЭПП, 2004. С. 10.

Концепция оптимальной валютной зоны также основывается на том, что динамика валютного курса оказывает мгновенное и значительное воздействие на совокупный спрос, позволяя мгновенно согласовывать относительные цены. Однако недавние эмпирические работы показывают, что в краткосрочном периоде имеется очень слабая реакция потребительских цен на изменения номинальных валютных курсов<sup>28</sup>.

В современных условиях среди исследователей преобладает подход так называемого «биполярного взгляда» на режим валютного курса, или «угловых решений». Он предполагает, что страны выбирают либо крайние формы фиксированного валютного курса, либо режим свободного или регулируемого плавания своих валют. При этом происходит отказ от промежуточных форм фиксации валютного курса (так называемого «валютного коридора», «ползучей привязки» и т.п.). Один из сторонников этого подхода, бывший первый заместитель управляющего директора МВФ С. Фишер объясняет его тем, что режимы так называемой «мягкой привязки» подтвердили свою нежизнеспособность в ситуации, когда страны открывают свои национальные рынки капитала. В качестве примеров приводятся кризис Европейской валютной системы 1992-1993 годов и последующая серия кризисов на развивающихся рынках. При этом крах системы мягкой привязки национальной валюты приводит к значительному ущербу для национальной экономики. Этот аргумент можно было бы назвать «эмпирическим», тогда как теоретически режим мягкой привязки вступает в противоречие с принципом «невозможной троицы», о котором шла речь выше. При растущей мобильности капитала денежные власти пытаются сочетать проведение относительно независимой денежно-кредитной политики с поддержанием границ колебаний валютного курса. По мнению С. Фишера, такая ситуация рано или поздно приведет к несовместимости целей денежно-кредитной политики<sup>29</sup>.

С. Фишер, опираясь на классификацию режимов денежно-кредитной и валютной политики МВФ, эмпирически демонстрирует, что на протяжении 1990-х годов действительно произошел сдвиг

---

28. Devereux M.B., Engel C. Ibid. P. 2.

29. Fischer S. Ibid. P. 9-10.



в сторону крайних режимов — плавающих валютных курсов и «жестких привязок» (валютное управление, отказ от национальной валюты). Однако заметим, что уже в 2000-х годах эта тенденция замедлилась. Если сопоставить данные по режимам валютных курсов на конец июня 2003 г. и конец июля 2006 г.<sup>30</sup> (последние доступные данные на сайте МВФ), то количество стран, в которых произошел отказ от национальной валюты, осталось на уровне 41 страны (в их число входят 12 стран зоны евро<sup>31</sup>, в которых нет национальных валют, но их единая валюта евро характеризуется режимом свободного плавания). Число стран с разнообразными формами «мягкой привязки» увеличилось с 57 до 63; стран, валюты которых находятся в свободном или управляемом плавании, — сократилось с 82 до 76 (при этом число стран со свободно плавающими валютами уменьшилось с 35 до 25). Отчасти подобные изменения можно отнести на счет того, что МВФ стал более четко отслеживать фактические, в отличие от официально объявляемых, режимы валютного курса. Тем не менее и эта классификация может быть недостаточно точной, так как некоторые развивающиеся страны, формально введя режим управляемого плавания, продолжали регулировать динамику валютного курса, придерживаясь некоторых внутренних ориентиров для денежных властей. В качестве примера можно привести Россию первой половины 2000-х годов, в которой центральный банк, не заявляя официально цель по валютному курсу, на краткосрочных интервалах стремился поддерживать его динамику в достаточно узких границах и не допускать существенного укрепления в реальном выражении в более длительной перспективе.

В связи с этим следует отметить еще одну особенность: С. Фишер относит к числу «крайних решений» и режим управляемого плавания, между тем, как мы показали, в его рамках курс валюты может достаточно жестко регулироваться. Ключевым отличием здесь служит отсутствие формальных обязательств по поддержанию курсовой динамики в определенных заранее заданных пределах. Это ограничивает возможности спекулятивных атак на национальные

---

30. См. <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2003/eng/0603.htm> и <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>.

31. Данные на рассматриваемый период. Словения вступила в зону евро 1 января 2007 г.

валюты, но и сокращает преимущества с точки зрения формирования явных ориентиров для инвесторов.

Отсюда можно сделать общий вывод: во многих развивающихся странах (именно они в основном используют различные формы «мягкой привязки» курса или режим управляемого плавания) значительное внимание уделяется регулированию валютных курсов.

В теории подобная ситуация имеет различные объяснения. Сторонники «биполярного подхода» применяют концепцию так называемого «первородного греха» (“original sin”): некоторые страны с развивающимися рынками не могут осуществлять заимствования в национальной валюте и вынуждены полагаться на заимствования в иностранной валюте. Это увеличивает чувствительность их экономик к изменениям валютного курса и делает режим свободного плавания для них менее привлекательным.

Альтернативное объяснение предлагается сторонниками подхода с позиций «страха свободного плавания». Он предполагает, что страны с развивающимися рынками даже в ситуациях, когда они в принципе могли бы применять режим достаточно гибкого валютного курса, предпочитают регулировать его динамику. Это объясняется либо низким уровнем доверия к политике денежных властей, либо высокой степенью зависимости динамики цен от колебаний валютного курса<sup>32</sup>.

Кроме того, страны, регулирующие курсы своих валют с помощью «мягкой привязки», зачастую используют различные формы контроля за трансграничным движением капитала, в том числе с помощью валютных ограничений. Ярким примером служит Китай.

Важную роль играет также постепенно меняющаяся теоретическая интерпретация валютного курса в современных условиях. Ряд исследователей, особенно относящихся к посткейнсианскому направлению, подчеркивают, что динамика валютного курса все больше определяется не в процессе внешней торговли, а в результате меняющихся спекулятивных позиций инвесторов<sup>33</sup>. То есть

---

32. *Mobanty M.S., Scatigna M.* Has Globalisation Reduced Monetary Policy Independence? // BIS Papers. 2005. No 23. P. 18.

33. См., например: *Davidson P.* Is a Plumber or a New Financial Architect Needed to End Global International Liquidity Problems? ([http://cas.umkc.edu/econ/AFEE/plumber\\_fnl.htm](http://cas.umkc.edu/econ/AFEE/plumber_fnl.htm)).

валютный курс рассматривается как цена финансового актива. При таком подходе выводы классической модели Манделла–Флеминга не действуют.

Распространение процессов глобализации происходит в условиях мировой валютной системы, сменившей Бреттон-Вудскую и получившую название Ямайской по соглашению в Кингстоне (Ямайка), заключенному в январе 1975 г. и ратифицированному в апреле 1978 г. Новая система основывается на том, что страны могут свободно выбирать режимы валютных курсов, но де-факто доллар США сохраняет статус мировой валюты. В частности, это позволяет США сосредоточиться на проведении внутренней денежно-кредитной политики<sup>34</sup>, не подчиняя ее задачам поддержания устойчивости мировой валютной системы, как это было в период действия Бреттон-Вудских соглашений.

Ряд исследователей, в том числе многие российские специалисты по валютной проблематике, полагают, что в настоящее время происходит очередная трансформация мировой валютной системы в сторону ее бивалютности (превращение евро во вторую мировую валюту<sup>35</sup>) или даже мультивалютности (в связи с этим, как правило, упоминается возможность появления региональной валюты в Азии или усиление позиций китайского юаня).

Тем не менее О.В. Буторина в своей работе продемонстрировала, что процесс наращивания валютных резервов рядом стран (в их числе многие нефтедобывающие страны, включая Россию, а также Китай), стремящихся активно регулировать свои валютные курсы, не допуская их роста по отношению к доллару США, приводит к поддержанию последним его позиций в мировой валютной системе и статуса резервной валюты<sup>36</sup>. Совокупные валютные резервы стран, по которым ведет статистику МВФ (без учета золота), увеличились с конца 2004 г. по конец 2007 г. с 2,49 трлн СДР до 4,08 трлн<sup>37</sup> (с учетом падения курса доллара относительно СДР это увеличение было еще большим – с 3,87 трлн долл. на конец 2004 г. до

---

34. Пиццик В.Я. Евро и доллар США. М.: Консалтбанкир, 2002. С. 188.

35. См., например: Пиццик В.Я. Указ. соч.

36. Буторина О.В. Валютный театр: драма без зрителей // Россия в глобальной политике. 2008. №2. Март – апрель.

37. International Financial Statistics. 2008. May. Washington DC: International Monetary Fund, 2008. P. 24.

6,44 трлн долл. на конец 2007 г.). При этом доля доллара в мировых валютных резервах снизилась, но не очень значительно: с 71% (от общего объема резервов, валюту номинирования которых удалось определить) на конец 1999 г. до 64% на конец 2007 г.<sup>38</sup> Падение доли доллара в международных валютных резервах может отчасти объясняться статистическим эффектом от снижения его курса относительно других свободно используемых валют.

Большинство стран, накапливающих значительные валютные резервы, поступают таким образом прежде всего не из соображений создания «подушки безопасности» на случай изменения внешнеэкономических условий (многие из них превысили все критерии достаточности валютных резервов), а для поддержания конкурентоспособности своего экспорта на мировом рынке.

Г.Г. Фетисов отмечает мультивалютность как одну из проблем для национальной денежно-кредитной политики, связанную с глобализацией. Под мультивалютностью им понимается отсутствие единой мировой валюты и единой денежно-кредитной политики и присущие валютным курсам ведущих валют в либерализованной глобальной экономике неустойчивость и нестабильность, а для остальных стран — зависимость стабильности их валют от международной конкурентоспособности и денежно-кредитной политики стран со «свободно используемыми валютами»<sup>39</sup>. Он полагает, что утрата долларом монопольных позиций в мировой валютной системе вызывает актуальную проблему создания мировой валюты и предлагает вариант ее создания на основе специальных прав заимствования МВФ<sup>40</sup>.

На наш взгляд, пост-Бреттонвудская валютная система продемонстрировала определенную устойчивость. Устойчивой до последнего времени была и сложившаяся расстановка сил между различными валютами с выдвиганием на первый план доллара США. Это обуславливалось тем, что Китай, Япония, страны Юго-Восточной Азии и ряд других стран стремились обеспечить конкурентоспособ-

---

38. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

39. Фетисов Г.Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. М.: Экономика, 2006. С. 402.

40. Фетисов Г.Г. Указ. соч. С. 405.

ность своих товаров на рынке США за счет регулирования курса своих валют по отношению к американской. Отсюда и тенденция последних лет, связанная с наращиванием объема валютных резервов. Если бы эти страны придерживались портфельных подходов в принятии решений относительно корзины валют, составляющих их международные резервы, то преобладание в них доллара можно было бы назвать неоптимальным ввиду длительной тенденции падения курса доллара относительно евро, продолжавшейся с начала 2002 г. до июня 2008 г. Но на практике они руководствуются скорее принципами валютной политики, связанными с поддержанием конкурентоспособности. Тем не менее возможности для диверсификации валютных активов этих стран появляются в связи с созданием ими так называемых «фондов национального благосостояния», при размещении средств которых государство в большей степени действует как классический портфельный инвестор<sup>41</sup>.

Таким образом, складывается двойственная ситуация. С одной стороны, евро выступает в большей степени как региональная валюта, экономики стран зоны евро до последнего времени демонстрировали более низкие темпы роста, чем экономика США. Вместе с тем активы, номинированные в евро, рассматривались как привлекательный объект для вложений. Доля евро в выпусках международных ценных бумаг росла. С другой стороны, продолжалось накопление валютных резервов в долларах США странами, не заинтересованными в росте курсов своих валют относительно американской валюты. В результате складываются некоторые предпосылки для обретения евро статуса второй мировой валюты, но при этом европейская валюта пока явно не готова к тому, чтобы взять на себя функции доллара США в мировой валютной системе прежде всего как резервной валюты, а не только валюты размещения международных портфельных активов. С точки зрения проведения национальной денежно-кредитной политики в контексте проблемы «страха свободного плавания» это означает, что, за исключением стран, географически и исторически близких к ЕС (включая сюда и Россию), остальные страны при регулировании курсов своих валют

---

41. См. об этом в: Буторина О.В. Указ. соч.

(в форме управляемого плавания или разнообразных привязок) будут скорее всего продолжать ориентироваться на доллар.

Одним из теоретически возможных вариантов могла бы стать координация денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы (ФРС) США и Европейского центрального банка (ЕЦБ)<sup>42</sup>. Однако на практике реализация такого варианта маловероятна в силу будущей сосредоточенности на проблемах их собственных экономик. В частности, в настоящее время ФРС в первую очередь озабочена проблемой поддержания экономического роста, а ЕЦБ — сдерживания инфляционных процессов. Так, Федеральная резервная система с сентября 2007 г. начала цикл снижения процентных ставок, а Европейский центральный банк продолжает цикл их подъема, начавшийся в октябре 2006 г.

---

42. В более ранних работах речь шла о трехсторонней координации с учетом Японии, но в настоящее время позиции этой страны в мировой валютной системе ухудшились после длительной экономической рецессии.



## Проблема инфляции и финансовая глобализация

Многие исследователи отмечают факт снижения мировых темпов инфляции в условиях глобализации<sup>43</sup> и пытаются дать его объяснение. Бывший главный экономист МВФ К. Рогофф, как и другие исследователи<sup>44</sup>, видит здесь решающую роль усиления международной конкуренции<sup>45</sup>. Бывший заместитель председателя Национального банка Польши К. Рыбински (K. Rybinski) объясняет воздействие глобализации на динамику цен главным образом возникновением глобальных рынков труда и сокращением возможностей профсоюзов оказывать давление в сторону повышения заработной платы<sup>46</sup>. В результате ограничивается действие спирали «цены – заработная плата – цены».

Важной предпосылкой для реализации этих тенденций стал выход на мировой рынок крупных развивающихся стран (особенно Китая и Индии) с дешевой рабочей силой и, как следствие, с

- 
43. Если исходить из статистики мировой инфляции, содержащейся в базе данных World Economic Outlook Международного валютного фонда (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx>), то значительное снижение темпа мировой инфляции началось в конце 1990-х годов. Среднегодовые темпы инфляции в 1980-е и 1990-е годы были близки и составляли около 14-15%, тогда как в период 2000-2007 гг. этот показатель упал до 3,8%.
44. См., например: *Kohn D.L.* Globalization, inflation and monetary policy // Remarks at the James R. Wilson Lecture Series. The College of Wooster, Wooster, Ohio. 2005. October 11. (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20051011/default.htm>)
45. *Rogoff K.* Globalization and Global Disinflation // Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City conference on “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy”. Jackson Hole, WY, 2003, August 29. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/082903.htm>).
46. *Rybinski K.* Globalisation and its implications for monetary policy // BIS Review. 2006. No 32. P. 4.



более низкими издержками производства. В результате в литературе появилась точка зрения, что Китай «экспортирует дефляцию» в мировую экономику. Однако, далеко не все исследователи согласны с такой постановкой вопроса. К. Рогофф, соглашаясь с тем, что рост предложения труда Китаем в глобальной экономике вызывает снижение заработной платы, делает вывод о том, что правомерней говорить о влиянии китайского экспорта на относительные цены. Или, иначе, что Китай экспортирует *инфляцию* в другие сектора глобальной экономики<sup>47</sup>. Следствием этого стал рост цен на энергоносители и металлы в 2000-е годы, а впоследствии (со второй половины первого десятилетия XXI века) – рост мировых цен на продовольствие.

Тем не менее сохраняется точка зрения, что глобализация воздействует не на общий уровень цен (т.е. на инфляцию), а на относительные цены. Ее, в частности, высказывает в своих комментариях на выступление К. Рогоффа «Воздействие глобализации на денежно-кредитную политику» Ч. Бин (С. Bean). При этом он подчеркивает, что инфляция представляет собой денежное явление, и ее уровень зависит от действий денежных властей внутри страны<sup>48</sup>. Для иллюстрации тезиса об изменении относительных цен отметим, что за период с 1999 г. по 2007 г. цены на продукцию обрабатывающей промышленности, участвующую в мировой торговле, увеличились в долларовом выражении на 38%, тогда как за тот же период цены на сырую нефть выросли в 3,96 раза, цены на металлы – в 3,3 раза, цены на продовольственные товары – на 59%<sup>49</sup>. Тем самым мы наблюдаем, как в рассматриваемый период значительный рост издержек не трансформировался в столь же существенный рост цен на готовую продукцию.

Отсюда возникает интересный вопрос об изменении степени влияния шоков со стороны издержек на внутреннюю инфляцию при сравнении нефтяных кризисов 1970-х годов и роста цен

---

47. Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The paper for symposium “The New Economic Geography: Effects and Policy Implications”, Jackson Hole, Wyoming, 2006, August 24-26. Revised 2006, August 28. (<http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/pdf/rogoff.paper.0829.pdf>)

48. Bean C. Commentary: Impact of Globalization on Monetary Policy. ([www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/PDF/20Bean.pdf](http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/PDF/20Bean.pdf))

49. Рассчитано на основе World Economic outlook Database. International Monetary Fund. April 2008. [www.imf.org](http://www.imf.org).



на нефть в 2000-е годы. Результаты с точки зрения воздействия на инфляцию различны: в 1970-е годы произошел рост общего уровня цен, в том числе и в развитых странах, тогда как в 2000-е годы темпы инфляции оставались на рекордно низких уровнях, а их увеличение происходило зачастую именно в странах-экспортерах нефти. Ч. Бин полагает, что, хотя бы отчасти, подобные изменения могут объясняться упомянутым выше возросшим конкурентным давлением, которое не позволяет фирмам существенно увеличить свои издержки, как это было в 1970-е годы.

Существует еще одно объяснение более низких темпов инфляции в последние годы, выдвинутое рядом исследователей<sup>50</sup>. Оно предполагает, что денежные власти в условиях глобализации в меньшей степени склонны к проведению стимулирующей денежно-кредитной политики. Во-первых, сказывается их обучение на основе опыта прошлых лет (достаточно вспомнить период крайне высоких темпов инфляции в 1990-е годы в странах Латинской Америки и Центральной и Восточной Европы). Во-вторых, возросшая мобильность капитала, особенно краткосрочного, увеличивает «цену ошибки». Имеется в виду, что проведение не пользующейся доверием денежно-кредитной политики может привести к оттоку краткосрочного капитала из страны и значительным негативным последствиям для экономики. Поэтому центральные банки стремятся проводить более осторожную политику. Следует отметить и тот факт, что в 1990–2000-х годах существенно увеличилось число стран, применяющих режим таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике<sup>51</sup>, предполагающий перенос основного акцента при ее проведении именно на достижение заданного темпа инфляции.

Особый интерес представляют собой изменения во взаимосвязи инфляции и выпуска под воздействием финансовой глобализации. К. Рогофф полагает, что в условиях глобализации кривая Филипса становится круче и обязательства центрального банка по поддержанию низкой инфляции становятся более надежными<sup>52</sup>. В

---

50. См., например: World Economic Outlook. 2006. April // Washington DC: International Monetary Fund, 2006. P. 100.

51. По классификации МВФ на конец июля 2006 г. этот режим применяли 25 стран.

52. Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy. Ibid.



качестве основного аргумента он вновь выдвигает рост международной конкуренции. Ч. Бин возражает ему в этом пункте, отмечая, что под воздействием глобализации снижается реакция внутренней инфляции на разницу между фактическим и потенциальным выпуском (output gap) внутри страны, в то время как растет ее реакция на эту разницу в масштабах мировой экономики (world output gap)<sup>53</sup>. Исследование, проведенное М. Чикарелли (M. Cicarelli) и Б. Моджоном (B. Mojon), показывает, что 70% вариации инфляции в 22 странах ОЭСР в 1960–2003 гг. определялось «общим фактором», связанным с глобализацией<sup>54</sup>.

С точки зрения проведения экономической политики, и в первую очередь денежно-кредитной, ситуация, рассматриваемая Ч. Бином, может иметь как положительные, так и отрицательные последствия. Если темп инфляции в стране уже находится на достаточно низком уровне, то шоки со стороны совокупного спроса и ошибки при проведении денежно-кредитной политики не приведут к его существенным отклонениям от целевых значений. Но если темп инфляции в стране достаточно высокий, то для его снижения придется нести большие издержки<sup>55</sup>.

---

53. Bean C. Ibid.

54. Cicarelli M., Mojon B. Global Inflation // Central Bank of Chile Working Papers. 2005. December. No 357.

55. Bean C. Ibid.

## Новые подходы: роль финансовых рынков

Большинство теоретических концепций, представляющих альтернативу классическим подходам к анализу денежно-кредитной политики в условиях глобализации, делают акцент на новых явлениях, связанных с развитием национальных и мировых финансовых рынков в их взаимосвязи.

Повышение межстрановой мобильности капитала и рост мировых финансовых рынков в процессе глобализации происходит на фоне роста национальных финансовых рынков. То есть финансовый капитал приобретает все большую значимость как в национальных, так и в глобальной экономиках. Количественно это можно проследить на основе показателей роста активов банковских систем, капитализации фондового рынка и иных показателей рынка финансовых услуг по отношению к ВВП. Процесс финансовых инноваций, начавшийся еще в связи с необходимостью обхода ограничений, действовавших на внутренних рынках финансовых услуг, и валютных ограничений, привел к расширению инструментария финансовых рынков. Среди качественно новых изменений можно отметить появление и широкое распространение финансовых деривативов.

М. Аглиетта и А. Орлеан подчеркивают еще одну очень важную, на наш взгляд, особенность, присущую современному развитию финансовых систем в условиях глобализации, которая носит качественный характер: все большую роль в них начинают играть финансовые рынки по сравнению с традиционным банковским финансированием. В то же время на самих финансовых рынках

растет значимость институциональных инвесторов<sup>56</sup>. То есть происходят изменения внутри системы финансовых посредников. Между тем проведение денежно-кредитной политики центральными банками по-прежнему нацелено прежде всего на банковские институты (именно они могут получить кредиты от центрального банка или участвовать в проведении операций на открытом рынке).

Среди исследователей существуют две полярные точки зрения на результат отмеченной выше динамики финансовых рынков.

Одни делают акцент на том, что в условиях финансовой глобализации в результате роста трансграничных потоков капитала и увеличения глубины и ликвидности мировых финансовых рынков происходит снижение разницы в процентных ставках между странами<sup>57</sup>. Эта тенденция, казалось бы, подтверждает теоретические предпосылки, которые упоминались выше, касающиеся полной мобильности капитала между странами, и она свидетельствует о повышении эффективности финансового посредничества. Ф. Мишкин развивает эту аргументацию применительно к выгодам от финансовой глобализации для развивающихся стран, которые, по его мнению, разделяемому и другими исследователями, включают возможность привлечь капитал по более низкой, чем на внутреннем рынке, цене; положительные эффекты от прихода в страну иностранных финансовых институтов (в большинстве своем из развитых стран); улучшение качества институтов в экономике<sup>58</sup>.

Другие исследователи обращают внимание на тот факт, что повысилась нестабильность мировых финансовых рынков. В начале 1980-х годов имел место долговой кризис во многих развивающихся странах, прежде всего латиноамериканских. В начале 1990-х годов начался трансформационный кризис в переходных экономиках, отягощенный внешнеэкономической либерализацией. В 1992–1993 годах Европейская валютная система испытала кризис, вынудивший входящие в нее страны расширить границы колебаний курсов своих

---

56. *Азлиетта М., Орлеан А.* Деньги между насилием и доверием. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2006. С. 250.

57. См., например: *Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S.* Financial Market Globalization: Present and Future // *Monetary and Economic Studies*. 1999. December. P. 6.

58. *Mishkin F.S.* The Next Great Globalization. Princeton, Oxford: Princeton University Press, 2006. P. 8.

валют. Период 1994–2001 гг. был отмечен серией финансовых кризисов на крупнейших развивающихся рынках: по очереди им оказались подвержены Мексика, страны Юго-Восточной Азии, Россия, Бразилия, Турция, Аргентина. После этого центр нестабильности переместился в развитые страны, где в 2001–2003 гг. произошел спад на фондовых рынках, а в 2007 г. в США начался ипотечный кризис, приведший к потрясениям на мировых финансовых рынках. Общие выводы, которые можно сделать из этой полосы потрясений: значительное влияние на состояние национальной экономики оказывает приток и отток краткосрочного капитала (как иностранного, так и национального происхождения); кризисы начинают проявлять эффекты «заражения»; развивающиеся страны несут большие издержки в связи с кризисами, чем развитые; многие исследователи признали, что либерализацию валютных ограничений следует проводить более взвешенно и что она сопряжена с дополнительными рисками. При этом на национальные центральные банки ложится двойная задача: поддержания стабильности внутренней денежно-кредитной сферы и стабильности финансовой системы.

М. Аглиетта и А. Орлеан сделали важное замечание, что «инфляционный виток в разрешении напряженности в сильно централизованных национальных финансовых системах уступил место нестабильности цен на финансовые активы вкуче с потенциально дефляционным воздействием на экономику в случае резкого падения курсов на финансовых рынках»<sup>59</sup>. То есть здесь прослеживается линия на возвращение к трактовке дефляционной природы кризисов. На первый взгляд большинство кризисов после нефтяных потрясений 1970-х годов носят инфляционный характер, но в ситуации, когда происходит падение цен активов (акций, облигаций или даже валютного курса), можно говорить о возрождении дефляционных тенденций.

О. Т. Богомолов, подчеркивая влияние глобализации на стабильность национальных финансовых систем, отмечает, что даже в ситуации, когда финансовые кризисы могут быть инициированы внутренними причинами (например, ошибочной государственной политикой), само по себе наличие значительных потоков краткос-

---

59. Аглиетта М., Орлеан А. Указ. соч. С. 249.

рочного спекулятивного капитала и возможность их быстрого выхода из страны усиливает воздействие этих кризисов<sup>60</sup>.

Кризисные явления на финансовых рынках сказываются и на денежно-кредитной сфере, поэтому в рамках данной работы представляется важным рассмотреть их теоретическую интерпретацию.

Х. Вагнер (H. Wagner) и В. Бергер (W. Berger) рассматривают связь потрясений на финансовых рынках с несовершенством доступной информации об их функционировании<sup>61</sup>. При осуществлении вложений за рубежом инвестор должен обладать существенно большим объемом информации и внимательнее отслеживать ее изменения, чем при вложениях на национальном рынке.

Одним из объяснений возникновения финансовых кризисов может служить концепция «финансовых пузырей», разработанная Ч. Киндлбергером. Она предполагает, что на поздней стадии экономического бума у инвесторов возникают иррациональные оптимистические ожидания, и они начинают переоценивать будущую прибыльность ряда фирм. В результате со стороны руководства фирм появляется стимул выпускать необеспеченные долговые обязательства<sup>62</sup>, и происходит длительное повышение цен на финансовых рынках, которое затем сменяется их резким падением («пузырь лопается»).

М. Хэйес (M. Hayes) предложил подход к теории «финансовых пузырей» с позиций посткейнсианской школы экономической мысли<sup>63</sup>. В основе его концепции лежит разница между фундаментальной ценой финансового требования в перспективе (*ex ante*) и его сложившейся ценой в ретроспективе (*ex post*). Концепция фундаментальных переменных *ex ante* ортодоксальной теории противоречит необратимой природе времени, которую всячески подчеркивают представители посткейнсианства (см., например, «неэргодическую» систему по Дэвидсону<sup>64</sup>).

---

60. Богомолов О.Т. Мировая экономика в век глобализации. М.: Экономика, 2007. С. 34-35.

61. Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // DNB Staff Reports. 2003. No 95. P. 14.

62. Kane E.J. Charles Kindleberger: An Impressionist in a Minimalist World // NBER Working Paper. 2004. October. No 10847. P. 2.

63. Hayes M. Financial bubbles // A Handbook of Alternative Monetary Economics. Ed. by P. Arestis and M. Sawyer. Edward Elgar, 2006. P. 420-436.

64. Davidson P. Reality and economic theory // Journal of Post Keynesian Economics. 1996. Vol. 18. No 4.

Колебания цены актива вокруг некоторого устойчивого значения, которые предполагаются в рамках эффективного функционирования рынков, не могут объяснить возникновения «пузыря», предполагающего наличие системы с положительной обратной связью. Он может появиться либо при наличии достаточно большого количества иррациональных инвесторов, просто верящих в продолжение существующей тенденции, либо при наличии достаточного «топлива» в форме краткосрочного кредита, обеспеченного спекулятивными активами.

Свою концепцию финансовых рынков в современных условиях предложил известный финансист Дж. Сорос, назвав ее «теорией рефлексивности». Она также отличается от классической модели эффективного рынка, предполагая, с одной стороны, что люди пытаются осознать реальность, но при этом действуют в обстановке неопределенности, которая связана с невозможностью обработать весь имеющийся массив информации и возникновением в результате неверных представлений, а с другой — что люди стремятся изменить реальность и, в частности, их действия на финансовых рынках оказывают влияние на реальные экономические показатели. Говоря о «пузырях» на финансовом рынке, Сорос считает, что они состоят из тренда и некоторого неправильного представления, которые рефлексивно взаимодействуют<sup>65</sup>.

Приведенные в качестве примера интерпретации свидетельствуют о том, что финансовые кризисы уже рассматриваются некоторыми исследователями и направлениями экономической теории как явления не исключительного характера, а скорее присущие современной системе и основанные на рациональных действиях участников рынка. При этом признается, что одним из первоначальных импульсов для их возникновения может стать чрезмерно мягкая денежно-кредитная политика, поддерживающая ставки процента на низком уровне.

К настоящему времени нам неизвестно о разработке какой-либо полномасштабной новой теоретической модели денежно-кредитной политики с учетом меняющейся природы финансо-

---

65. Soros G. The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means. New York: Public Affairs, 2008. P. X.

вых рынков и усиления внешних факторов их функционирования. На наш взгляд, существуют возможности для развития такой модели на базе посткейнсианской теории эндогенных денег с учетом внешнего фактора, в которой спрос на национальную валюту предъявлялся бы не только внутри страны, но и из-за рубежа, в том числе для приобретения финансовых активов. При этом необходимо принимать во внимание растущий уровень неопределенности, связанный с асимметрией информации и сложностью ее интерпретации (ср. «неправильные концепции» Дж. Сороса).

Один из шагов в этом направлении уже сделан: Б. Гринвальд и Дж. Стиглицз выпустили книгу, посвященную новой парадигме экономики денежно-кредитной сферы (monetary economics), основанной не на спросе на деньги, а на спросе и предложении заемных средств, предоставляемых банками (в духе посткейнсианской концепции эндогенных денег), и уделяющей значительное внимание институтам<sup>66</sup>. Авторы отмечают, что, в соответствии с их концепцией, сохраняется возможность для проведения активной денежно-кредитной политики даже в условиях финансовой глобализации, приводящей к постепенному выравниванию ставок процента. Дело в том, что национальный центральный банк в этих условиях вполне может предоставлять средства коммерческим банкам на территории страны и тем самым влиять на предложение кредита.

Растущая роль финансовых рынков в современных экономиках и разрушительное действие финансовых кризисов на экономику в целом и денежно-кредитную систему в частности привели к возникновению дискуссии о том, что центральные банки при принятии решений в области денежно-кредитной политики должны ориентироваться не только на динамику общего уровня цен (обычно измеряемого через потребительскую корзину), но и на динамику цен финансовых активов.

К. Рогофф, критикуя подобный подход, полагает, что сохраняющаяся волатильность цен на активы по крайней мере частично вызвана усилением их чувствительности к *изменениям* риска по мере того, как *уровень* риска падает и одновременно растут возмож-

---

66. Stiglitz J., Greenwald B. Towards a New Paradigm in Monetary Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.



ности финансовых рынков диверсифицировать риски<sup>67</sup>. В основе этой позиции лежит уже обсуждавшийся выше тезис об эффективности финансовых рынков. Однако существуют и другие оценки, касающиеся волатильности этих рынков в условиях финансовой глобализации. Так, по мнению Х. Вагнера и В. Бергера, глобализация увеличивает волатильность международных потоков капитала, и волатильность финансовых рынков является одной из ключевых проблем финансовой глобализации<sup>68</sup>.

Центральные банки на практике реагируют на значительные изменения цен финансовых активов, но, как правило, делают это постфактум, оказывая помощь финансовым институтам, которые несут значительные издержки в результате спадов на фондовом рынке. В этой связи представляется интересным предложение об упреждающем регулировании фондового рынка посредством изменений ставки процента. Однако здесь центральные банки большинства стран могут столкнуться с ограничениями, накладываемыми процессами финансовой глобализации.

---

67. Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy. Ibid.

68. Wagner H., Berger W. Ibid. P. 2, 29.



## Трансмиссионные механизмы и независимость денежно-кредитной политики в условиях глобализации

Прямое воздействие финансовой глобализации на результативность денежно-кредитной политики можно проследить, анализируя ее влияние на трансмиссионные механизмы этой политики.

Попытки синтезировать различные теоретические подходы к денежно-кредитной политике привели к тому, что было выделено несколько каналов воздействия этой политики на экономическую активность: канал процентной ставки; канал валютного курса; кредитный канал; канал, связанный с ценами активов.

Прямой канал, связанный с процентной ставкой, основывается на классических моделях IS-LM – сокращение процентной ставки центральным банком приводит к снижению издержек заимствования и, как следствие, к росту инвестиций и потребления. Канал, связанный с валютным курсом, отражает влияние изменения процентной ставки на валютный курс (через приток или отток капитала) и впоследствии – на совокупный выпуск посредством изменений в экспорте и импорте. Действие кредитного канала имеет место, когда банки реагируют на меры денежно-кредитной политики в первую очередь изменением не процентных ставок, а объемов кредитования. Наконец, канал, связанный с ценами активов, демонстрирует, как меняется уровень инвестиций и потребления в результате изменений курсов акций вслед за мерами процентной политики.

В первом приближении, исходя из сказанного выше, очевидно, что процессы глобализации сокращают возможности воздействия денежно-кредитной политики на экономику через канал,

связанный с процентной ставкой, но усиливают действие канала, связанного с валютным курсом. Однако некоторые исследователи отмечают, что связь между процентной ставкой и валютным курсом не столь явная<sup>69</sup>, то есть возможность подобного замещения тем самым ограничивается.

Действие канала, связанного с валютным курсом, может осложняться тем, что валютный курс, помимо процентной ставки, устанавливаемой центральным банком внутри страны, зависит от множества других факторов, в том числе от состояния внешней торговли, от экономической ситуации в странах-торговых партнерах, от изменений в настроениях участников рынка и доверия к политике властей (если мы рассматриваем валютный курс как цену актива). В современных условиях валютные курсы характеризуются достаточно высокой волатильностью (если центральный банк не регулирует их сознательно посредством интервенций), и это затрудняет предсказание результатов воздействия на них с помощью косвенных мер денежно-кредитной политики (например, через изменение процентных ставок).

Особенно осложняется действие канала, связанного с процентной ставкой в тех странах, где финансовые рынки (в том числе рынки облигаций) недостаточно развиты, а банковская система основывается на финансировании из-за рубежа, предоставляя внутри страны в основном краткосрочные кредиты. Такая ситуация свойственна многим развивающимся странам. Однако М. Гудмундссон отмечает, что финансовая глобализация может оказывать влияние и в сторону усиления действия канала, связанного с процентной ставкой, способствуя развитию национальных финансовых рынков в процессе финансовой либерализации. Но затем он все же признает, что при последующем выравнивании цен на активы внутри экономики и на мировом финансовом рынке действие этого механизма вновь ослабнет<sup>70</sup>.

Помимо влияния тенденций, связанных с выравниванием процентных ставок, на трансмиссионный механизм оказывают воз-

---

69. *Bean C. Ibid.*

70. *Gudmundsson M. Ibid. P. 7-8.*

действия финансовые инновации, которые приводят к расширению финансового инструментария и размыванию границ денежных агрегатов. В качестве примера подобной инновации, усложняющей определение денежных агрегатов, Вагнер и Бергер приводят распространение электронных денег<sup>71</sup>.

В отношении практически всех трансмиссионных каналов следует отметить усиление неопределенности относительно влияния денежно-кредитной политики на экономику. Эта неопределенность может быть связана с различными факторами: непредсказуемым трансграничным движением краткосрочного капитала, изменением цен на мировых рынках, финансовыми потрясениями в других странах и т.п.

Многие исследователи отмечают тот факт, что в условиях финансовой глобализации частично **утрачивается национальный суверенитет** в области проведения экономической политики, в том числе денежно-кредитной<sup>72</sup>.

Однако о полной потере независимости денежно-кредитной политики в условиях глобализации можно говорить лишь в ряде случаев. Во-первых, в ситуации, когда страна сознательно отказывается от национальной валюты (случай полной долларизации). При этом сюда не относятся случаи передачи полномочий денежно-кредитной политики на наднациональный уровень (ситуация валютного союза). Во-вторых, когда делается выбор в пользу режима «валютного управления».

Одним из явлений, частично ограничивающих независимость денежно-кредитной политики в развивающихся странах, выступает **долларизация экономики**. Согласно общепринятому определению она подразумевает замену иностранной валютой (главным образом долларом США<sup>73</sup>) одной или нескольких функций национальной валюты. Степень влияния долларизации на национальную денежно-кредитную сферу зависит от того, какую

---

71. Wagner H., Berger W. Ibid. P. 11.

72. См., например: Фетисов Г.Г. Указ. соч. С. 406; Лебедев А.Е. Финансовая глобализация: общая характеристика и вызовы для России. М.: ИМПЭПИ РАН, 2003. С. 18.

73. Мы применяем устоявшийся термин «долларизация», хотя в роли заменителя национальных денег может выступать и другая иностранная валюта, например евро.

форму она принимает. Обычно выделяют две основные формы: замещение активов (*asset substitution*) и замещение валют (*currency substitution*)<sup>74</sup>. Первая подразумевает замещение национальной валюты в основном в ее функции средства сбережения, а вторая – средства обращения. Как правило, случаи замещения активов встречаются чаще, нежели случаи замещения валют. При этом возможны обычные ситуации диверсификации портфеля, не оказывающие существенного влияния на национальную денежно-кредитную сферу. Тем не менее дополнительная озабоченность денежных властей может быть связана с необходимостью уделять большее внимание динамике валютного курса, когда значительная доля пассивов номинирована в иностранной валюте, так как резкий рост ее курса может привести к проблемам для должников. Аналогичным образом у кредиторов возникают проблемы при резком росте курса национальной валюты.

Иная ситуация складывается, когда иностранная валюта выполняет функцию средства обращения, обслуживая часть сделок в экономике. Тогда центральный банк оказывается не в состоянии контролировать часть денежного обращения и не может в полной мере обеспечивать его стабильность. Со стороны спроса на деньги долларизация повышает его чувствительность к динамике валютного курса и увеличивает эластичность по процентной ставке<sup>75</sup>.

Кроме того, долларизация создает дополнительный спрос на иностранную валюту, помимо спроса для внешнеэкономических сделок, который весьма чувствителен к изменениям ожиданий экономических агентов. Поэтому в ситуации финансовых кризисов, как правило, страны с более высоким уровнем долларизации характеризуются значительными колебаниями курсов национальных валют (среди стран с переходной экономикой можно выделить примеры финансовых кризисов в Болгарии 1996 г. и в России 1998 г.)<sup>76</sup>.

---

74. Ize A., Levy Yeyati E. Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications // IMF Working Paper. WP/98/28. 1998. March. P. 5.

75. Balino T., Bennett A., Borensztein E. et. al. Monetary Policy in Dollarized Economy // IMF Occasional Paper. 1999. No 171. P. 10.

76. Головин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы. // Проблемы прогнозирования. 2004. № 3. С. 124.

В то же время отдельные меры денежно-кредитной и валютной политики, в свою очередь, могут оказывать влияние на степень долларизации. Эти меры призваны увеличить издержки приобретения и хранения инструментов в иностранной валюте. К их числу, например, относятся более высокие нормативы обязательных резервов по депозитам в иностранной валюте по сравнению с депозитами в национальной валюте или налог на покупку наличной иностранной. Еще более сильное воздействие оказывает экономическая политика, направленная на стабилизацию курса национальной валюты.

Говоря о теоретическом осмыслении долларизации, можно выделить несколько подходов. Во-первых она может рассматриваться с позиций портфельных теорий спроса на деньги, развивавшихся кейнсианцами, как актив, обладающий лучшими характеристиками, нежели национальная валюта. Во-вторых, к ней может быть применен подход «конкуренции валют», базирующийся на теоретических воззрениях Ф. фон Хайека<sup>77</sup>, высказывавшегося в поддержку частных денег, но уже в рамках выбора между деньгами, эмитируемыми различными государствами.

В целом в современных условиях страны сохраняют возможность проведения относительно самостоятельной денежно-кредитной политики, хотя количество накладываемых на нее ограничений и связанных с ней рисков увеличивается.

Эффективность включения стран в процессы финансовой глобализации также зависит от проводимой ими экономической политики, в том числе денежно-кредитной, и в этом смысле ее также никак нельзя назвать нейтральной. В работе Всемирного банка<sup>78</sup> были выделены критерии более успешного участия стран в финансовой глобализации, получившие название «благословенной триады» (“blessed trinity”):

- выполнение национальной валютой функций международной валюты;
- гибкий валютный курс;
- стабильная контрактная среда и система регулирования.

---

77. Хайек Ф. А. Частные деньги. М.: Институт национальной модели экономики, 1996.

78. De la Torre A., Levy Yeyati E., Schmukler S. L. Financial Globalization: Unequal Blessings // World Bank Policy Research Paper. 2002. October. No 2903.

Соответственно при наличии противоположных условий (“unblessed trinity”):

- слабой валюте;
- «страхе свободного плавания»;
- слабой институциональной системе — глобализация может повлечь за собой неблагоприятные последствия.

Несложно заметить, что критериям «благословенной триады» соответствуют лишь наиболее крупные среди развитых стран, тогда как практически все развивающиеся страны относятся ко второй группе.

Большинство развитых стран и наиболее успешные среди развивающихся стран в процессе развития глобализационных тенденций (на протяжении 1990-х — начала 2000-х годов) сделали выбор в пользу реализации режима инфляционного таргетирования при проведении денежно-кредитной политики. В результате они получили возможность более гибкого контроля за внутренними инфляционными процессами, главным образом через механизм изменения процентной ставки. Но при этом им пришлось отказаться от регулирования валютного курса (в той мере, в какой это не связано с достижением цели по инфляции).

Теоретически количество задач, решаемых денежно-кредитной политикой, может быть расширено, но это требует ограничения краткосрочных потоков капитала. С целью повышения независимости денежно-кредитной политики и сокращения потрясений на мировых финансовых рынках Дж. Тобин в 1971 г. предложил налог на сделки на валютном рынке, который увеличил бы трансакционные издержки для спекулятивного капитала и позволил сохранить разницу в процентных ставках по различным валютам<sup>79</sup>. Этот налог получил имя своего автора — налог Тобина — и вызвал обширную теоретическую дискуссию. На практике его разновидности применялись лишь отдельными развивающимися странами, и существенного распространения он не получил.

Некоторые развивающиеся страны, особенно в ходе или по итогам кризисов второй половины 1990 — начала 2000-х годов ввели

---

79. *Tobin J. The global economy: who is at the helm? // World Finance and Economic Stability. Selected Essays of James Tobin. Edward Elgar, 2003. P. 12.*

некоторые дополнительные валютные ограничения, но говорить об усилении протекционизма в этой сфере явно преждевременно. Продолжает преобладать подход, согласно которому поддержание либерального валютного режима приносит для экономики страны больше выгод, нежели потерь.





## Заключение

Анализ денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации по-прежнему строится в основном на ключевых выводах из модели Манделла–Флеминга и близких ей моделей: поскольку в условиях фиксированных курсов проведение независимой денежно-кредитной политики невозможно, то предпочтение отдается переходу к свободному плаванию валют. В принципе как возможный рассматривается также вариант жесткой фиксации (желательно при ее законодательном закреплении в форме «валютного управления») при необходимости «импорта» финансовой стабильности.

При этом практика свидетельствует о сохранении значительного количества стран, в основном развивающихся, стремящихся регулировать курсы своих валют. Одним из ярких проявлений этой тенденции выступает значительный рост мировых валютных резервов в последние годы. Эти процессы поддерживают мировую валютную систему, в неявном виде основанную на преобладании доллара США, в первую очередь в качестве резервной валюты. В случае, если начнет происходить сдвиг мировой валютной системы в сторону биполярности, в первую очередь, в части существенного усиления роли евро в качестве валюты номинирования резервных активов, то национальная денежно-кредитная политика столкнется с новыми существенными внешними рисками. Достаточно вспомнить процесс распада Бреттон-Вудской системы, когда многие страны, отменившие перед этим ряд ограничений на движение капитала, были вынуждены ввести достаточно жесткие регулирующие меры в этом направлении.

Современные теоретические исследования влияния финансовой глобализации на денежно-кредитную политику кон-

центрируются в основном на вопросах ее воздействия на темпы инфляции внутри страны и на трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики. Общий вывод большинства исследователей заключается в том, что глобализация оказывает скорее понижающее воздействие на мировой темп инфляции (эта закономерность носит в большей степени эмпирический характер, и ее устойчивость еще требует своего подтверждения) и способствует выравниванию процентных ставок между странами, что ограничивает возможность влияния денежно-кредитной политики на состояние экономики посредством этого инструмента.

В процессе финансовой глобализации особенно возрастает влияние на национальную экономику динамики национальных и мировых финансовых рынков. Учет именно этого фактора, на наш взгляд, крайне важен при построении теоретических моделей функционирования денежно-кредитной сферы и ее регулирования в новых условиях. Заметим, что в периоды кризиса на финансовых рынках, как правило, начинают проявляться тенденции, обратные отмеченным выше: процентные ставки начинают расходиться под влиянием увеличения страновых премий за риск (особенно это касается разницы в процентных ставках развитых и развивающихся стран), а темпы инфляции в национальных экономиках — расти.

Уже появились новые концепции функционирования финансовых рынков («финансовых пузырей» Ч. Киндлбергера, «рефлексивности» Дж. Сороса и ряд других), делающие акцент на присутствующую финансовым рынкам внутреннюю нестабильность, но они пока не в полной мере интегрированы в теории денег и кредита. Наиболее перспективной, на наш взгляд, эта интеграция могла бы стать в рамках посткейнсианского направления экономической мысли — одного из немногих, разработавших концепцию эндогенного предложения денег. Однако этот подход ориентируется прежде всего на функционирование банковской системы, тогда как в современных условиях ее невозможно рассматривать еще и в отрыве от финансовых рынков. В связи с этим основной акцент в деятельности центрального банка может быть перенесен на поддержание стабильности финансовой системы, в значительной мере определяющей колебания денежно-кредитной сферы в новых условиях.



## Литература

- Bain K., Howells P.* Monetary Economics. Policy and Its Theoretical Basis. Palgrave MacMillan, 2003.
- Balino T., Bennett A., Borensztein E.* et. al. Monetary Policy in Dollarized Economy // IMF Occasional Paper. 1999. No 171.
- Bean C.* Commentary: Impact of Globalization on Monetary Policy. ([www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/PDF/20Bean.pdf](http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/PDF/20Bean.pdf)).
- Cicarelli M., Mojon B.* Global Inflation // Central Bank of Chile Working Papers. 2005. December. No 357.
- Davidson P.* Is a Plumber or a New Financial Architect Needed to End Global International Liquidity Problems? ([http://cas.umkc.edu/econ/AFEE/plumber\\_fnl.htm](http://cas.umkc.edu/econ/AFEE/plumber_fnl.htm))
- De la Torre A., Levy Yeyati E., Schmukler S. L.* Financial Globalization: Unequal Blessings // World Bank Policy Research Paper. 2002. October. No 2903.
- Devereux M.B., Engel C.* Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility // NBER Working Paper. 2000. No 7665.
- Feldstein M., Horioka C.* Domestic Saving and International Capital Flows // Economic Journal. 1980. No 90.
- Fischer S.* Distinguished Lecture on Economics in Government – Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct? // The Journal of Economic Perspectives. 2001. Spring. Vol. 15. No 2.
- Friedman M.* The Case for Flexible Exchange Rates. Essays in Positive Economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953.



Литература

- Giannone D., Lenza M.* The Feldstein-Horioka Fact // ECB Working Paper Series. 2008. February. No 873.
- Greenspan A.* Global finance: is it slowing? // BIS Review. 2003. No 12.
- Gudmundsson M.* Financial globalization: key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy // BIS Papers. 2008. April. No 39.
- Hayes M.* Financial bubbles // A Handbook of Alternative Monetary Economics. Ed. by P. Arestis and M. Sawyer. Edward Elgar, 2006.
- Ize A., Levy Yeyati E.* Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications // IMF Working Paper. WP/98/28. 1998. March.
- Kane E.J.* Charles Kindleberger: An Impressionist in a Minimalist World // NBER Working Paper. 2004. October. No 10847.
- Kho B.C., Stulz R.M., Warnock F.E.* Financial globalization, governance, and the evolution of home bias // BIS Working Paper. 2006. December. No 220.
- Kohn D.L.* Globalization, inflation and monetary policy // Remarks at the James R. Wilson Lecture Series. The College of Wooster, Wooster, Ohio. 2005. October 11. (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20051011/default.htm>)
- Mishkin F.S.* The Next Great Globalization. Princeton, Oxford: Princeton University Press, 2006.
- Mohanty M.S., Scatigna M.* Has Globalisation Reduced Monetary Policy Independence? // BIS Papers. 2005. No 23.
- Obstfeld M.* International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model // IMF Staff Papers. 2001. Vol. 47.
- Obstfeld M., Rogoff K.* Risk and Exchange Rates // NBER Working Paper. 1998. No 6694.
- Okina K., Shirakawa M., Shiratsuka S.* Financial Market Globalization: Present and Future // Monetary and Economic Studies. 1999. December.
- Polak J.J.* The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian // IMF Working Paper WP/01/100. IMF. 2001. August.
- Rogoff K.* Globalization and Global Disinflation // Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City conference on "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing



Литература

- Economy”. Jackson Hole, WY, 2003, August 29. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/082903.htm>).
- Rogoff K.* Impact of Globalization on Monetary Policy // The paper for symposium “The New Economic Geography: Effects and Policy Implications”, Jackson Hole, Wyoming, 2006, August 24-26. Revised 2006, August 28. (<http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/pdf/rogoff.paper.0829.pdf>).
- Rybinski K.* Globalisation and its implications for monetary policy // BIS Review. 2006. No 32.
- Soros G.* The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means. New York: Public Affairs, 2008.
- Stiglitz J., Greenwald B.* Towards a New paradigm in Monetary Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- Tobin J.* The global economy: who is at the helm? // World Finance and Economic Stability. Selected Essays of James Tobin. Edward Elgar, 2003.
- Wagner H., Berger W.* Financial Globalization and Monetary Policy // DNB Staff Reports. 2003. No 95.
- World Economic Outlook. 2006. April // Washington DC: International Monetary Fund, 2006.
- Аглиетта М., Орлеан А.* Деньги между насилием и доверием. М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2006.
- Богомолов О.Т.* Мировая экономика в век глобализации. М.: Экономика, 2007.
- Бурлачков В.К.* Денежная теория и динамичная экономика: выводы для России. М.: УРСС, 2003.
- Буторина О.В.* Валютный театр: драма без зрителей // Россия в глобальной политике. 2008. № 2. Март – апрель.
- Головнин М.Ю.* Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы // Проблемы прогнозирования. 2004. № 3.
- История экономических учений / Под ред. В.Автономова, О.Ананьина, Н.Макашевой. М.: ИНФРА-М, 2001.
- Лебедев А.Е.* Финансовая глобализация: общая характеристика и вызовы для России. М.: ИМПЭПИ РАН, 2003.
- Моисеев С.* Неизвестный Фридман: вклад великого монетариста в развал Бреттон-Вудса // Вопросы экономики. 2005. № 3.



Литература

- Мэнкью Н.Гр.* Макроэкономика. М.: Издательство Московского университета, 1994.
- Пиццик В.Я.* Евро и доллар США. М.: Консалтбанкир, 2002.
- Фетисов Г.Г.* Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. М.: Экономика, 2006.
- Хайек Ф.А.* Частные деньги. М.: Институт национальной модели экономики, 1996.



Михаил Юрьевич  
**Головнин**

**Головнин Михаил Юрьевич** — заместитель руководителя Центра проблем глобализации и интеграции Института экономики РАН, ведущий научный сотрудник, кандидат экономических наук.

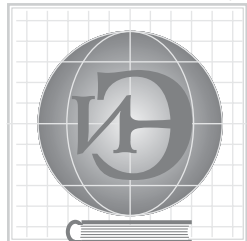
В 2000 г. закончил экономический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова по специальности «Экономическая и социальная политика».

В 2003 г. защитил диссертацию на соискание ученой степени кандидата экономических наук в Институте международных экономических и политических исследований РАН на тему «Денежно-кредитная сфера переходных экономик (сопоставление опыта России и стран Центральной и Восточной Европы)».

Автор более 50 научных публикаций, в том числе статей в журналах «Вопросы экономики», «Мировая экономика и международные отношения», «Проблемы прогнозирования», «Общество и экономика» и др. Сфера научных интересов — денежно-кредитная политика, финансовая глобализация, валютно-финансовая интеграция.

Победитель конкурса на соискание грантов Президента Российской Федерации для государственной поддержки молодых российских ученых — кандидатов наук и их научных руководителей (2006–2007 гг.), лауреат конкурса «Лучшие экономисты РАН» в 2004 г., 2005 г. и 2008 г.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (495) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

Сайт: [www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

*« Теоретическая экономика »*

**Головнин М.Ю.**

Теоретические основы денежно-кредитной политики  
в условиях глобализации

Подписано в печать 14. 09. 2008. Заказ № 73

Тираж 300 экз. Объем 2,1 уч-из. л.

Оригинал-макет Валериус В.Е.

Редактор Пуцаева Л.Д.

Компьютерная верстка Сухомлинов А.Р.

ISBN 978-5-9940-0038-0



9 785994 000380