

## СУВЕРЕНИТЕТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РИСКИ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

*Статья посвящена анализу влияния факторов глобализации на денежно-кредитную политику современных государств. Обозначены риски данного влияния в контексте проблемы государственного суверенитета, инновационного развития государств и др.*

Одним из наиболее опасных последствий глобального кризиса представляется недоверие к монетарному суверенитету как таковому, массовый отказ государств от принятия монетарных и финансовых рисков. Однако может ли государство, отказываясь от суверенитета, отвечать перед обществом за последствия своей политики?

Кризис института монетарного суверенитета выражает более общий *кризис субъектности*, то есть массовую потерю статусов, усиление общей конфликтности в экономике в условиях глобальной неопределенности. Это заставляет задуматься о судьбах суверенитета вообще и монетарного суверенитета в частности.

Монетарный суверенитет, понимаемый как система исключительных полномочий национальных органов монетарной власти в сфере предложения платежных средств, является одной из важнейших составляющих суверенитета экономического. Судьба монетарного суверенитета находится в фокусе современных глобальных институциональных сдвигов. С одной стороны, это специфический механизм снятия неопределенности функционирования и развития национальной экономики, который играет важную роль не только в поддержании макроэкономического и финансового равновесия, но и в структурно-институциональном развитии национальных хозяйственных систем. С другой стороны, глобализация как качественное усложнение социальной жизни порождает острую проблему суверенных полномочий и ответственности национальных государств в жизненно важных сферах, включая и денежно-кредитную.

В актуальном плане монетарный суверенитет государства может быть охарактеризован с точки зрения соотношения его внутренней

направленности (независимость центрального банка от других органов государственной власти) и внешней направленности (независимость национальных органов от международных институтов). Фундаментальная структура монетарного суверенитета представлена как противоречивое единство институциональной и функциональной составляющих. Институциональная составляющая выражена конституционными полномочиями органов монетарной власти, формальными и неформальными институтами, регулирующими предложение денег в национальной экономике, уровнем и направленностью доверия. Функциональная составляющая включает в себя профессиональное, концептуальное и технологическое обеспечение функций монетарной власти. Текущий суверенитет зависит в первую очередь от эффективности его функционального обеспечения, а долгосрочный – от надежности его институциональной компоненты.

Между институциональной и функциональной составляющей монетарного суверенитета существует конфликт: в общем случае следование правилу (институту) ограничивает эффективность профессиональных действий и снижает их статус; развитие профессиональных методов монетарного управления может идти вразрез с линией институционального поведения. И в том, и в другом случае в системе возникают значительные издержки и дополнительные риски, которые можно охарактеризовать как вмененные издержки монетарного суверенитета. Возместить эти издержки возможно за счет эффекта нейтрализации дестабилизирующего воздействия арбитражных практик на национальный денежный рынок.

Современный источник так определяет арбитраж: «Арбитражем называется сделка, предполагающая отсутствие оттока денежных средств при любом допустимом рынке состоянии и в любое время при положительном денежном потоке, по крайней мере, в одной из ситуаций на рынке. Иными словами, речь идет о прибыли без риска. Термин имеет отношение к торговле финансовыми инструментами, например, облигациями, акциями, финансовыми производными инструментами, товарами и валютами»<sup>1</sup>. Формально предпосылкой

---

<sup>1</sup> Источник: <http://pupy.ru/archives/1783.html>.

арбитража является отсутствие неопределенности, хотя, на самом деле, все обстоит сложнее.

Государство, суверенное в своей монетарной политике, выбирает цели, задачи и денежно-кредитные инструменты, и само отвечает за результаты их использования для целей финансового и макроэкономического равновесия. С другой стороны, отсутствие свободы выбора целей и инструментов монетарной политики затрудняет формирование общего равновесия и поэтому делает возможным арбитраж, то есть извлечение дохода на основе стойкой разницы в стоимости одних и тех же активов на разных сегментах рынка.

Как в свое время справедливо заметил С. Росс<sup>2</sup>, в равновесной системе арбитраж невозможен, поскольку реальные процентные ставки в разных странах равны. Арбитражное равновесие является предварительным условием общего экономического равновесия. В современной финансовой науке допущение об отсутствии арбитража используется для расчета нейтральной с точки зрения риска цены на производные инструменты. Но, как и любое допущение, отсутствие арбитража скрыто содержит оговорку «при прочих равных условиях».

Границы этого допущения могут совпадать с границами суверенных государств: в разных странах у людей разное отношение к риску и разная склонность к доверию; на пути свободного движения денег и капитала между странами существуют барьеры. Некоторые из этих барьеров являются ограниченно проницаемыми, поскольку носят характер профессиональных ограничений или институциональных запретов. Поэтому различия в реальной доходности в сочетании с «профессиональной проводимостью» институциональных барьеров создают предпосылки арбитража<sup>3</sup>. В условиях арбитражных сделок цены активов являются неравновесными, следовательно, и инвестиции, предпринимаемые на основе таких цен, носят характер ошибочных или чересчур рискованных. Поэтому условием равновесия в открытой экономике является институциональная компенсация арбитражных разрывов.

---

<sup>2</sup> См. напр.: Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов ; пер. с англ. / под общ. ред. проф. Ю. В. Шленова. – М. : Лаборатория Базовых Знаний, 2000. – 720 с. – С. 663–665.

<sup>3</sup> Там же.

Таким компенсирующим институтом в открытой экономике выступает суверенитет денежно-кредитной политики (монетарный суверенитет), ограничивающий пространство арбитража в условиях разного отношения к риску в разных странах и наличия барьеров для движения капитала. Соответственно, скрытым последствием отказа от монетарного суверенитета является создание и сохранение институционально-структурных предпосылок для арбитража.

Расширим понятие арбитража за счет учета пограничных случаев, когда риск уже есть, но он еще существенно ниже среднего рыночного уровня. Такой риск для арбитражера может быть сведен до незначительного уровня двумя (не альтернативными!) способами: 1) при помощи индивидуальных профессионализированных процедур оценки и прогнозирования рынка; 2) путем инсайдерского проникновения в систему институциональных регулятивных механизмов, включая государственные (Центральный банк, Комиссия по ценным бумагам и т. д.) и негосударственные (рейтинговые агентства). Таким образом, условия валютно-процентного арбитража складываются из двух факторов: особых условий рынка; особых условий действия рыночных субъектов, которые трансформируют собственный риск в простую неопределенность состояния рынка в целом.

Но если имманентная неопределенность рынка уже не трансформируется в риски рыночных субъектов, а происходит обратная трансформация, то несоответствия, разрывы и диспропорции способны доходить до катастрофического уровня. Поэтому монетарные власти должны быть заинтересованы в поддержании достаточного уровня риска субъектов денежного рынка. Издержки поддержания стабильности национальной денежной единицы компенсируются высокой защищенностью национальной экономики от спекулятивных арбитражных практик, поскольку монетарный суверенитет дает возможность государству трансформировать неопределенность рынков в повышенные риски для валютных арбитражеров.

Одной из концептуальных предпосылок отказа европейских государств от монетарного суверенитета при переходе на единую евровалюту является трактовка денежно-кредитной политики как нейтральной на длительных интервалах. В основу настоящего доклада положена гипотеза о том, что *отказ* от суверенной денежно-кредитной

политики в условиях сохранения суверенных государственных финансовых систем *имеет* долгосрочные последствия для силы и направленности национального доверия.

Обычно в качестве наиболее адекватной современным условиям формой практически независимой денежно-кредитной политики предлагают режим таргетирования инфляции при условии плавающего обменного курса, что делает денежное предложение независимым от внешних шоков платежного баланса. Однако при этом не обращается должного внимания на тот факт, что режим плавающего (рыночного) курса компенсирует лишь финансовые текущие условия арбитражных сделок в виде шоковых разрывов между процентными ставками и курсовыми колебаниями, но не дает возможности формировать финансовые предпосылки для изживания долгосрочных институционально-структурных предпосылок расширенного арбитража.

Дешевые деньги в стране с высокими структурными рисками не могут вкладываться в национальные реформы и структурные программы. В то же время благодаря множественным институционально-структурным разрывам, затрудняющим свободное движение капитала, в такой экономике возникают арбитражные ниши для спекулятивного капитала. А спекулянты, как своего рода «институциональные санитары» финансовых рынков, способны дестабилизировать формальные финансовые и институциональные конструкции, оставив чистое поле для более жизнеспособных, но не обязательно новых механизмов<sup>4</sup>.

Процентные ставки, обменные курсы, котировки финансовых активов учитывают такие прямые и косвенные институциональные характеристики как институциональная плотность и глубина хозяйственной системы, доверие, условия мобильности капитала,

---

<sup>4</sup> «Евро ожидает исчезновение, если Евросоюз не сможет разрешить свои нынешние проблемы», – заявил профессор экономики Колумбийского университета Джозеф Стиглиц в интервью радио ВВС. Нобелевский лауреат считает, что план финансовой стабилизации экономики Греции, одобренный Европейским союзом и Международным валютным фондом, едва ли спасет евро от обвала, так как не остановит международных спекулянтов. // Источник: <http://www.warandpeace.ru/ru/commentaries/vprint/46884/>

контрактная среда, совокупный финансовый риск. Проблема в том, что эти характеристики по-разному реагируют на динамику ставок и курсов. Например, условия мобильности и финансовые риски весьма чувствительны к изменениям ставок и курсов, в то время как институциональная плотность и доверие в системе более устойчивы к колебаниям рыночных индикаторов, что чревато разрывами и формированием арбитражных предпосылок. Факторы доверия несут на себе культурно-исторический и ментальный отпечаток, который часто не принимается во внимание в процессе унификации финансовых стандартов и инструментов денежно-кредитной политики.

Как отметил М. Делягин, «ключевая проблема Евросоюза — глубочайшая внутренняя дифференциация, связанная не только с уровнем развития экономики, но и с культурным фактором. Носители разных культур, даже таких близких, как французская и немецкая, по-разному реагируют на одни и те же управленческие механизмы, что затрудняет их унификацию»<sup>5</sup>. Такая дифференциация неизбежно означает устойчиво разные транзакционные издержки и издержки доступа к ресурсам. В свою очередь арбитраж на первых порах порождает иллюзию инвестиционной привлекательности и финансового благополучия. Приблизительно по такому сценарию в 2009–2010 годах разворачивались кризисные явления в Исландии, Греции, Португалии.

Пример Португалии наглядно иллюстрирует угнетающее воздействие институционально-структурного арбитража на национальное социально-экономическое развитие в условиях отсутствия суверенной денежно-кредитной политики. Доступ к дешевым евроресурсам сделал ненужными болезненные реформы, поскольку все и так в экономике выглядело достаточно неплохо. На такие проблемы как низкая производительность и раздутый госсектор никто не обращал внимания<sup>6</sup>.

«Первой реформой должен был стать переход на евро, – заявил в интервью Dow Jones Newswires Жоржи де Маседо, который в то время занимал пост министра финансов, когда страна делала первые

---

<sup>5</sup> Делягин М. Итоги интеграции восточной Европы / <http://www.imperiya.by/economics2-7511.html>

<sup>6</sup> См.: Проблемы Португалии растут – во всем виноват евро / <http://www.warandpeace.ru/ru/reports/view/46700/>

шаги к вступлению в ЕС. – Она же оказалась и последней». Активизировался процесс «утечки мозгов». Страна не просто остановилась в своем развитии, а получила отрицательную динамику. Вывод: «Валютный союз и единая валюта не могут заменить квалифицированную высокопроизводительную рабочую силу и бюджетную дисциплину»<sup>7</sup>.

Еще более серьезной оказалась к весне 2010 года ситуация в Греции. Когда возникла реальная угроза суверенного дефолта, министры финансов стран еврозоны приняли решение о выделении финансовой помощи Греции при участии Международного валютного фонда. Сумма выделяемых средств составит около 110 млрд евро, большую часть из которых – 80 млрд – предоставит Евросоюз. Кредит рассчитан на 3 года. Условием предоставления кредита являются обязательные аудиторские проверки со стороны ЕС и МВФ. Как отмечает Г. Мирзаян, цель таких экстраординарных мер – предотвращение дефолта Греции, который угрожает ей из-за серьезных проблем с рефинансированием 300-миллиардного долга. Скорее всего, нынешнее решение о выделении «спасительного» кредита Греции будет не последним<sup>8</sup>.

Европейский союз спасает не столько Грецию, сколько свою денежную единицу. Жесткие условия получения финансовой помощи имеют свою оборотную сторону – это неизбежность острого социального конфликта, издержки которого могут оказаться сопоставимыми с национальными потерями от возможного дефолта<sup>9</sup>. В то же время одной финансовой рестрикции может оказаться недостаточно для восстановления равновесия.

---

<sup>7</sup> Там же

<sup>8</sup> См.: Мирзаян Г. Скорая европейская помощь // Эксперт Online. 5 мая 2010/ [http://www.expert.ru/articles/2010/05/05/skoraya\\_pomosch/](http://www.expert.ru/articles/2010/05/05/skoraya_pomosch/)

<sup>9</sup> «Эти меры предполагают сокращение бюджетных затрат объемом 30 млрд евро. Законопроект, внесенный 3 мая в греческий парламент, предполагает масштабные сокращения государственных расходов, включая зарплаты и доплаты госслужащим и пенсионерам, рост НДС до 23% (в начале года он составлял 19%), увеличение на 10% налогов на бензин, алкоголь и сигареты, а также повышения других налогов, включая налог на роскошь. Кроме того, вводится чрезвычайный сбор в пользу казны с прибыльных предприятий,

Могла ли Греция, много лет назад вступая в Европейское экономическое сообщество, подумать, что в будущем это поставит под угрозу само существование нации (если верить Д. Стросс-Кану)<sup>10</sup>? Возникает крамольная мысль, а так ли уж плоха была европейская валютная система с распределенными монетарными рисками? Слабая драхма позволила бы выявить опасные разрывы в экономике Греции на ранней стадии, не допустить их разрастания, перегруппировать финансовые и монетарные риски и сохранить доверие. Ведь главная задача единого монетарного режима – обеспечить доверие инвесторов внутри еврозоны, снять неопределенность денежно-кредитных условий текущих и долгосрочных хозяйственных решений. В принципе распределенное доверие в условиях полиморфности институциональных структур может быть как минимум не менее эффективным, чем доверие сконцентрированное. Концентрация доверия, как и концентрация рисков, вокруг единой европейской валюты делают единую систему уязвимой. Если сегодняшний финансовый кризис ЕС удастся преодолеть, кто даст гарантии, что не возникнет новый? Тем более что неопределенность текущей политики все больше накладывается на неопределенность институционального будущего объединенной Европы в формирующемся глобальном пространстве.

Глобализация как состояние перехода, связанного с повышенной неопределенностью, приближается к фазе глубокого институционального переформатирования. Об этом свидетельствуют постепенно обостряющиеся дефициты продовольствия, воды и энергоресурсов<sup>11</sup>,

---

проводятся сокращения за счет упразднения или слияния сотен организаций местного самоуправления (и, соответственно, людей лишат работы), на три года замораживаются зарплаты для бюджетников, а также средний возраст выхода на пенсию будет повышен с текущих 53 лет до 67 лет». – Там же.

<sup>10</sup> «Глава МВФ сказал, что понимает недовольство греческого народа мерами для сокращения бюджетного дефицита страны, но отметил при этом, что данный шаг направлен на *спасение нации*» // Источник: <http://www.warandpeace.ru/ru/commentaries/vprint/46884/>

<sup>11</sup> По данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (FAO), в ноябре 2009 года мировые цены на продовольствие выросли на 7% – это наибольший рост с февраля 2008 года. / Источник: <http://www.coollife.pp.ua/defitsit-tovarov-16/mir-zhdet-bespretседentniy-defitsit-prodovolstviya-i-rost-tsen-1217.html>



участившиеся конфликты на транснациональном и межгосударственном уровне по поводу условий торговли, движения капитала, обменных курсов, которые разворачиваются на фоне широкого спектра разнообразных кризисных явлений.

Часть этих конфликтов прямо касается проблемы исключительных полномочий национальных органов монетарной власти в сфере регулирования спроса и предложения на национальном денежно-кредитном рынке. В качестве примера можно привести постоянные обвинения Китая со стороны США в том, что курс юаня по отношению к доллару является искусственно заниженным и дает китайским экспортерам незаслуженные преимущества на рынках США. Если Китай пойдет на уступки в этом вопросе, можно ли считать, что его монетарный суверенитет от этого не пострадал? Каковы его пределы в условиях усиливающейся взаимозависимости экономик США и Китая? Как можно в условиях всеобщей зависимости разрешать подобные конфликты, оставаясь на почве позитивного подхода к национальному суверенитету как таковому?

Прежде всего, можно заметить, что государственный суверенитет как институт сегодня все еще остается основной несущей конструкцией мировой системы. Преимущество его в том, что он жестко привязан к базовому массиву ресурсов хозяйственной деятельности как таковой: земля, население, капитал. Суверенитет задает пределы свободы и ответственности национальных государств, действующих в связанном глобальном экономическом, политическом и социальном пространстве. Соответственно, нежелательным, но предсказуемым результатом сжатия институциональной сферы суверенитета может стать массовая безответственность субъектов, склонность к применению силы, снижение качества глобальной кооперации и конкуренции.

В этом смысле государственный суверенитет в классическом виде воплощает миссию института как *«пароля доступа»* к массиву ресурсов<sup>12</sup>. Стабильная система национальных экономических суверенитетов выражает структуру глобального распределения власти и ресурсов, и потому, в известном смысле, является предпосылкой

---

<sup>12</sup> См.: Яременко О. Л. Переходные процессы в экономике Украины: Институциональный аспект. – Харьков : Основа, 1997. – С. 38.

глобального доверия, хотя о нем сегодня говорят как слишком незначительном факторе глобальных процессов. Возможно, что понять реальные достигнутые масштабы глобального доверия мы сможем лишь в условиях его полной утраты.

До тех пор, пока замещающая национальные государства институциональная конструкция в виде глобальных институтов не обретет надлежащую прочность, отказ от национального суверенитета будет означать всеобщую хаотизацию отношений и актуализацию простых оснований социальности, прежде всего, в форме права сильного. Как достаточно эффективный инструмент снятия глобальной неопределенности национальный суверенитет заслуживает сегодня уважительного отношения к себе, хотя далеко не все вопросы можно решать в рамках и на основе этой фундаментальной институциональной конструкции.

Активное вовлечение в мировую хозяйственную систему постсоциалистических государств сделало реальностью мозаичный много-связный мир, с массой разнонаправленных векторов национального развития. В этих условиях предъявляемый со стороны мировой системы спрос на независимую и ответственную роль национальных государств даже усиливается, поскольку процесс усложнения социального пространства идет слишком высокими темпами, приобретая иногда и деструктивные формы<sup>13</sup>.

Эта тенденция не может в какой-то форме не коснуться и проблемы монетарного суверенитета, инструменты и цели которого эволюционируют под воздействием сложной комбинации эндогенных и экзогенных факторов в сторону монетарного режима, определяемого как инфляционное таргетирование. Сегодня режим таргетирования

---

<sup>13</sup> Весьма многозначительное наблюдение современной глобальной ситуации сделал Леонид Вальдман: «Если невозможно достичь глобального регулирования экономики, значит, она должна вернуться больше к национальным границам и, соответственно, замкнуться в национальном регулировании. Валютный контроль выглядит как следующий шаг в логике протекционизма, защищающей от этой стихии глобальной экономики, в которой международные спекулянты могут гонять в течение суток капиталы по всему миру как им угодно, вздувая пузыри, сдувая пузыри и извлекая разницу» / См: <http://www.polit.ru/dossie/2010/04/28/america.html>.

инфляции рассматривается как более или менее удовлетворительный способ обеспечить действительно независимую денежно-кредитную политику и одновременно оптимальную унификацию монетарных целей, критериев и инструментов участников глобальной финансовой системы.

Режим инфляционного таргетирования нацелен на максимально доступное снятие той части неопределенности хозяйственных решений, которая обусловлена ростом цен. Однако в экономике за все приходится платить. Задумаемся над вопросом, всегда ли хорошо для экономики максимальное ограничение влияния инфляционных процессов на принятие решений? И вообще, полезно ли расценивать неопределенность как сугубо негативный момент экономической реальности?

И. Розмаинский считает, что неопределенность – это неустранимый *порок* рыночного капитализма. Решения принимаются агентами, руководствующимися привычками, эмоциями и стандартами группового поведения и различающимися между собой степенью рыночной власти, которой они обладают. Поэтому «спонтанный порядок» неэффективен. Для того чтобы уберечь экономику от попадания в ситуации длительных «понижительных тенденций» и сформировать успешные институты, необходимо государственное вмешательство<sup>14</sup>. Вмешательство – во что? В процесс рационального выбора? В процесс функционирования институтов? Готово ли государство отвечать за максимизацию полезности субъектов, принимающих решения? Слабость позиции И. Розмаинского в том, что он не учитывает фундаментальную роль неопределенности в обществе и экономике. Неопределенность – это необходимая предпосылка развития, возникновения нового.

Актуальная структура неопределенности деятельности субъектов любого уровня, включая и государство, складывается из нескольких относительно обособленных зон пространства принятия решений. Если выразить общую неопределенность хозяйственной системы как  $Q$ , то она может быть представлена как последовательно снимаемая: 1) институтами  $I$ ; 2) рациональным выбором  $R$ ; 3) профессионализиро-

---

<sup>14</sup> См.: Розмаинский И. / <http://www.perspektivy.info/print.php?ID=52722>

ванным риском  $r$ ; 4) инновациями  $i$ ; 5) плюс остаток не устраняемой неопределенности  $S$  (случайные процессы, ошибки, потери, экзогенные шоки):

$$Q = I + R + r + i + S .$$

Каждому подпространству экономической реальности присуща своя «логика». С точки зрения доступности определенным аналитическим инструментам, первый уровень будет, скорее всего, «восприимчив» к логике матричного исчисления и теории игр, второй – к логике дифференциального исчисления, третий – к логике теории вероятностей и математической статистики, четвертый и пятый – к логике нелинейной термодинамики, теории хаоса. Если какое-то явление не может быть объяснено с точки зрения имманентной логики, нужно переходить на следующий уровень.

Последовательность переходов  $I \rightarrow R \rightarrow r \rightarrow i \rightarrow S$  является «правильной»: от минимальной неопределенности решений в пространстве  $I$  к максимальной в пространстве  $S$ . Фундаментальная структура любой стабильной экономической системы включает в себя эту правильную последовательность сфер хозяйственной реальности: «закон (институты) – выбор – риск – изменение (инновации) – случайность (неопределенность)». В рамках такой стабильной системы необоснованный отказ от права выбора (суверенитета) будет означать:

- дополнительную нагрузку на институты, которые вынуждены диктовать субъекту решения в чуждой им зоне экономической реальности, тем самым снимая с него часть ответственности;

- латентное увеличение риска;

- возможность институциональных изменений в виде «правила отказа от выбора», что чревато для системы институциональным склерозом.

Обратное («неправильное») движение по схеме «неопределенность – изменение – риск – выбор – институты» характеризует эволюционный аспект хозяйственной реальности: случайные процессы приводят к непредвиденным изменениям, это увеличивает риски, риски вносят возмущение в ожидания и предпочтения, лежащие в основе выбора, в результате снижается антиэнтропийный потенциал системы институтов. В итоге начинается более интенсивная рекомбинация

случайных процессов, что приводит к росту вероятности возникновения социально и экономически приемлемых инноваций.

Изложенное понимание структуры хозяйственной системы позволяет объяснить, почему в денежно-кредитной политике Украины наблюдаются такие сильные отклонения фактических монетарных показателей от прогнозных (запланированных). Все дело в том, что в условиях неразвитых институтов и угнетенных ценностей субъектное начало экономики является тоже неразвитым – рациональный выбор не работает. Основная часть нагрузки по снятию неопределенности по факту ложится на риск и изменения (инновации). Однако оба эти механизма тоже требуют соответствующей субъектности. Поэтому фактическое значение  $S$  в такой экономике приближается к  $Q$ . Вот почему для переходных экономик решающее значение имеют институциональные реформы. Они – обязательное предварительное условие восстановления субъектного начала, оптимизации нагрузки на  $I$ ,  $R$ ,  $r$ ,  $i$  и, соответственно, минимизации остаточной мощности источника неопределенности  $S$ . Пока реформы не проведены, нужно смириться с актуальной ролью случайных процессов в функционировании хозяйственной системы.

Выскажем гипотезу, что роль случайных процессов в условиях глобальных трансформаций вообще значительно сильнее, чем это принято считать. Кроме инноваций, эта зона хозяйственной системы обеспечивает «утилизацию» устаревших и ошибочных конструкций путем разрушительных энтропийных процессов, а также выступает как негативный интегрирующий механизм, обеспечивающий для нестабильной системы возможность равновесия на более низком уровне. Низкая рыночная эффективность государственно-монополистических реликтов, унаследованных от административно-командной системы, порождает сильный спрос на энтропийную «зачистку» институциональной системы в этом ее сегменте. Кроме этого, со сферой случайных процессов тесно связано такое явление, как экономическая свобода.

В неявном виде система суверенитетов всегда иерархична, хотя внешне она может выглядеть как сугубо горизонтальная сеть. Любая иерархия означает распределение полномочий между ней и ее субъектами. Структура суверенитета, рассматриваемого в контексте

фундаментальной структуры хозяйственной деятельности, может быть охарактеризована с учетом приведенного выше иерархического построения поля решений.

Как внутренний момент иерархии суверенитет имеет двойное предназначение. Во-первых, это имманентный любой иерархии способ упорядочения среды, благодаря которому иерархия имеет дело не с первичным хаосом, а с более или менее четко очерченными (конституцированными) зонами социально-экономического пространства. Во-вторых, суверенитет – это уравнивающий механизм, защищающий субъекта от разрушительных воздействий со стороны среды.

Дробление и размывание суверенитетов ослабляет иерархию, поскольку возлагает на нее значительную часть не свойственных ей защитных функций, которые до этого суверенные субъекты выполняли сами. С другой стороны, внутреннее развитие и обогащение субъектов, рост их компетентности, усложнение потребностей порождает структурные сдвиги в иерархической системе, как правило, конфликтного характера.

С учетом этих соображений, структура монетарного суверенитета может быть представлена как совокупность суверенных полномочий и ответственности для принятия решений: (а) в сфере *институционального устройства* национальной денежно-кредитной системы (правовой статус национальной денежной единицы, статус центрального банка, цели, критерии и механизмы выработки и реализации денежно-кредитной политики, полномочия и ответственность основных участников денежного рынка), (б) в сфере *выбора* монетарного режима и его конкретных среднесрочных и текущих параметров, (в) в сфере приемлемого и допустимого *риска* монетарной политики в контексте финансовой стабильности, (г) в сфере *системных изменений* монетарной сферы.

Теория рациональных ожиданий Роберта Лукаса утверждает, что наилучшим стимулирующим воздействием обладает регуляторная политика, носящая непредсказуемый характер для хозяйствующих субъектов. Предсказуемая стимулирующая политика быстро приводит к росту цен и заработных плат, поскольку хозяйствующие субъекты корректируют свои планы в сторону увеличения. По сути дела это

означает, что непоследовательность (неопределенность) действий государства компенсируется стабильностью цен, хотя Лукас и не ставил вопрос о социальной цене неопределенности экономической политики, связанный с потерями доверия.

Чрезмерная устойчивость системы по отношению к случайным процессам может дать право на жизнь неэффективным и слабым институциональным конструкциям. Если процесс отмирания замедляется, система переполняется «шлаками», которые закупоривают инновационное пространство экономики и снижают эффективность использования ресурсов.

Практическая эффективность режима инфляционного таргетирования обусловлена тем, что такая модель в наибольшей степени оказалась «подобной» фундаментальной структуре неопределенности хозяйственных систем и механизмов ее снятия. Эта модель формировалась как сквозная конструкция, охватывающая институты и доверие ( $I$ ), рациональные ожидания и рыночные цены ( $R$ ), риск ( $r$ ), изменения ( $i$ ), а также погрешности, потери и ошибки ( $S$ ). В то же время формирование монетарного режима в качестве эффективного сильного правила, ограничивающего для государства выбор альтернатив, таило в себе серьезную угрозу нарушения тонкой настройки пропорций между институтами, рациональным выбором, риском, изменениями и случайными процессами.

По мнению Ф. Кюдланда и Э. Прескотта, эффективность монетарной политики зависит, прежде всего, от того, насколько правительство склонно действовать последовательно в соответствии с принятыми и публично объявленными планами. В случае если субъекты рынка уверены в том, что их ожидания и действия правительства будут складываться в единый импульс инвестиционных и текущих решений, их планы по загрузке мощностей будут оптимальными, а экономика будет находиться в наилучшем из доступных состояний равновесия. Принято считать, что аналитический подход к принятию монетарных решений, основанный на тщательном учете большого количества макроэкономических и институциональных факторов, лишь воспроизводит или даже мультиплицирует базовую неопределенность рыночных решений, а потому сам генерирует ценовую нестабильность через канал ожиданий.

Упор на следование правилу, который Ф. Кюдландом и Э. Прескоттом считается основным преимуществом режима таргетирования, неизбежно должен был рано или поздно столкнуться с проблемой релевантного интервала в виде «прочих равных условий». Активизация зоны рисков и изменений под влиянием накопленных диспропорций требует от режима таргетирования изменения акцентов, сдвига от диктата правила в сторону свободного выбора политики. Органы монетарной власти, твердо следуя правилу, сталкиваются с повышенным риском и неопределенностью – потому что в зоне случайных процессов наблюдается повышенная неконтролируемая активность в форме ошибочных и непредсказуемых реакций субъектов, участвовавших в конфликтах. Простого *расширения* (модификации) правила может оказаться недостаточно для эффективного снятия неопределенности. Системе, кроме следования расширенному правилу, нужно было еще и пропорционально активизировать механизмы выбора, риска и изменений, что прямо противоречило развернувшейся в первое десятилетие текущего столетия глобальной тенденции расширения социальных гарантий и роста влияния страховых институтов разного уровня.

В отличие от принципиальной бессубъектности расширенного институционального механизма, конкуренция, риск и инновации изначально субъектны. Инфляция находится в «святая святых» рыночного механизма – в зоне случайных процессов, где возникают несистемные изменения, рождаются фундаментальные инновации. Инфляция является каналом обратной связи, который несет информацию о диспропорциях и разрывах, что крайне важно для селекции спонтанных инноваций и придания им целенаправленного системного характера.

Канал инфляции «утилизует шлаки», принимая на себя сбои, ошибки системы. Искусственное «зажимание» инфляции посредством эффективного таргетирования означало не прекращение энтропийных процессов, а, напротив, вело к накоплению энтропийного потенциала в других зонах хозяйственной системы. Благодаря успехам таргетирования случайные процессы ушли на периферию поля зрения хозяйствующих субъектов, оказались маргинализированными, риск дезактуализирован.



Однако именно риск порождает спрос на профессионализм. Дезактуализация риска упростила принятие решений. Следствием стала депрофессионализация рынков, что латентно усиливало неопределенность функционирования системы из-за массовых ошибочных инвестиций. Поэтому скрытой стороной успехов политики таргетирования инфляции стало накопление разрывов и диспропорций, выплеснувшихся на поверхность в виде глобального системного шока финансовых рынков осенью 2008 года. Как оказалось, таргетировать инфляцию и принимать необходимые решения – это далеко не одно и то же.

Монетарный суверенитет не может сводиться только к таргетированию инфляции в его нынешнем виде. Необходима принципиальная возможность движения денежно-кредитной системы по всей шкале механизмов, от механизма институтов до механизма случайных процессов. Не случайно в последнее время все чаще говорят о необходимости таргетирования *финансовой стабильности*, что предполагает гораздо больше внимание к случайным процессам.

В условиях, когда денежное предложение приобретает все больше экзогенный характер, национальные монетарные власти могут институциональными методами обеспечивать модуляцию этой экзогенной составляющей национальными целями и критериями. Одним из таких методов могут служить интервенции центрального банка на валютном рынке на основе известных правил, имеющих целью обеспечить реальную исключительность национальной валюты как средства платежей и расчетов внутри страны, в том числе и путем запрета на валютное кредитование.

Если существует запрет на валютное кредитование, то рыночная процентная ставка носит эндогенный характер и не дает возможности возникновения кредитно-валютного арбитража. В этом случае мы можем говорить о нейтральности денег, поскольку не происходит переформатирования национальных институциональных структур. Если же институциональная модуляция экзогенной составляющей денежного предложения не обеспечена, внешние деньги благодаря институциональным и процентным разрывам могут порождать сильные институциональные и перераспределительные эффекты в виде арбитража, рейдерства, институциональной коррупции и т. д.

Сложность адекватного обеспечения институциональной составляющей монетарного суверенитета заключается в том, что она представляет собой наиболее консервативный элемент монетарного устройства. Поэтому в условиях роста экзогенной неопределенности монетарной политики объективно усиливается потребность в защитных возможностях суверенитета и растет нагрузка на те его элементы, которые связаны с ответственным выбором параметров и инструментов.

Нельзя не признать, что институциональное, концептуальное и профессиональное обеспечение монетарного суверенитета в условиях глобализации является трудной проблемой. Иногда кажется, что самым простым решением может стать отказ от этой проблемы как таковой. Однако опыт функционирования монетарных механизмов еврозоны в кризисной ситуации показывает, что в условиях сохранения суверенных финансовых систем транзакционные издержки единой монетарной политики могут оказаться слишком высокими, в особенности для стран с низкой национальной производительностью и конкурентоспособностью.

К тому же для Украины выбор между суверенной и не-суверенной денежно-кредитной политикой уже предопределен: в среднесрочной перспективе мы сохраним свой монетарный суверенитет уже только в силу туманных (если не сказать более жестко) европейских перспектив. И это не так уж и плохо: практический суверенитет государства – предпосылка становления внутреннего доверия как основы национального саморазвития Украины.