### **МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА**

### **1. Монетарная политика и ее цели**

Монетарная (кредитно-денежная) политика представляет собой один из видов стабилизационной или антициклической политики (наряду с фискальной, внешнеторговой, структурной, валютной и др.), направленной на сглаживание экономических колебаний.

Целью стабилизационной монетарной, как любой стабилизационной политики государства является обеспечение: 1) стабильного экономического роста, 2) полной занятости ресурсов, 3) стабильности уровня цен, 4) равновесия платежного баланса.

Монетарная политика оказывает влияние на экономическую конъюнктуру, воздействуя на совокупный спрос. Объектом регулирования выступает денежный рынок и, прежде всего, денежная масса.

Монетарную политику определяет и осуществляет центральный банк. Однако изменение предложения денег в экономике происходит в результате операций не только центрального банка, но и коммерческих банков, а также решений небанковского сектора (домохозяйств и фирм).

Тактическими целями (целевыми ориентирами) монетарной политики центрального банка могут выступать: 1) контроль за предложением денег (денежной массы), 2) контроль за уровнем ставки процента, 3) контроль за обменным курсом национальной денежной единицы (национальной валюты).

Изменение предложения денег центральный банк осуществляет посредством воздействия на денежную базу (Н) и на денежный мультипликатор (multден = [(1 + сr)/(cr + rr)], так как М = multден х Н. На уровне банковской системы это воздействие осуществляется через регулирование величины кредитных возможностей коммерческих банков (К) и банковского мультипликатора (multбанк = 1/rr).

### **2. Инструменты монетарной политики**

К инструментам монетарной политики, дающим возможность центральному банку контролировать величину денежной массы, относятся:

1. изменение нормы обязательных резервов
2. изменение учетной ставки процента (ставки рефинансирования)
3. операции на открытом рынке

Первым инструментом монетарной политики является изменение нормы обязательных резервов (или нормы резервных требований – required reserve ratio). Вспомним, что обязательные резервы представляют собой часть депозитов коммерческих банков, которую они должны хранить либо в виде беспроцентных вкладов в центральном банке (если в стране резервная банковская система), либо в виде наличности. Величина обязательных резервов определяется в соответствии с нормой обязательных резервов, которая устанавливается как процент от общей суммы депозитов и может быть рассчитана по формуле: R обяз. = D х rr, где R обяз. – сумма обязательных резервов, D – общая сумма депозитов, rr – норма обязательных резервов (в процентах). Для каждого вида депозитов (до востребования, сберегательные, срочные) устанавливается своя норма обязательных резервов, причем, чем выше степень ликвидности депозита, тем выше эта норма, например, для депозитов до востребования норма обязательных резервов более высокая, чем для срочных.

Если центральный банк повышает норму обязательных резервов, то предложение денег сокращается по двум причинам.

Во-первых, сокращаются кредитные возможности коммерческого банка, т.е. сумма, которую он может выдать в кредит. Как известно, кредитные возможности представляют собой разницу между суммой депозитов и величиной обязательных резервов банка. При росте нормы обязательных резервов сумма обязательных резервов, которую коммерческий банк не имеет права использовать на цели кредитования (как кредитные ресурсы), увеличивается, а его кредитные возможности соответственно сокращается. Например, если общая сумма депозитов в коммерческом банке увеличивается на 1000 долл., то при норме обязательных резервов, равной 10%, его кредитные возможности составят К= D – R обяз. =  D – (D х rr) = 1000 – 1000 х 0.1 = 900, а при норме обязательных резервов, равной 20%

К= 1000 – 1000 х 0.2 = 800.

Во-вторых, норма обязательных резервов определяет величину банковского (депозитного) мультипликатора (mult = 1/rr, где rr – норма обязательных резервов). Рост нормы обязательных резервов с 10% до 20% сокращает величину банковского мультипликатора с 10 (1/0.1) до 5 (1/0.2). Таким образом, изменение нормы обязательных резервов оказывает влияние на денежную массу по двум каналам: 1) и через изменение кредитных возможностей коммерческих банков, 2) и через изменение величины банковского мультипликатора.

### Изменение величины кредитных возможностей (т.е. резервов) коммерческих банков ведет к изменению величины денежной базы (вспомним, что денежная база (Н) = наличность (С) + резервы (R)), а изменение величины банковского мультипликатора (1/rr) обусловливает изменение денежного мультипликатора [(1 + сr)/(cr + rr)].

В результате даже незначительные изменения нормы обязательных резервов могут привести к существенным и непредсказуемым изменениям денежной массы. Так, при норме обязательных резервов, равной 10%, изменение предложения денег банковской системой М1 = К1 х mult1 = 900 х 10 = 9000, а при норме обязательных резервов, равной 20%, изменение предложения денег М2 = К2 х mult2 = 800 х 5 = 4000.

Кроме того, стабильность нормы резервных требований служит основой для

спокойного ведения дел коммерческими банками. Поэтому этот инструмент не используется для целей текущего контроля над предложением денег. Изменение нормы обязательных резервов происходит лишь в случаях, когда Центральный банк намерен добиться значительного расширения или сжатия денежной массы (последний раз этот инструмент в США использовался в период кризиса 1974-1975 гг.).

К тому же, начиная с 1980 г. процедура пересмотра этого показателя стала очень громоздкой и технически сложной, поэтому он перестал быть средством оперативного и гибкого управления денежной массой.

Вторым инструментом монетарной политики выступает регулирование учетной ставки процента (ставки рефинансирования) (discount rate). Учетная ставка процента – это ставка процента, по которой центральный банк предоставляет кредиты коммерческим банкам. Коммерческие банки прибегают к займам у центрального банка, если они неожиданно сталкиваются с необходимостью срочного пополнения резервов или для выхода из сложного финансового положения. В последнем случае центральный банк выступает в качестве кредитора последней инстанции.

Денежные средства, полученные в ссуду у центрального банка (через «дисконтное окно») по учетной ставке, представляют собой дополнительные резервы коммерческих банков, основу для мультипликативного увеличения денежной массы.

Поэтому, изменяя учетную ставку, центральный банк может воздействовать на предложение денег. Коммерческие банки рассматривают учетную ставку как издержки, связанные с приобретением резервов. Чем выше учетная ставка, тем меньше величина заимствований у центрального банка и тем меньший объем кредитов предоставляют коммерческие банки. А чем меньше кредитные возможности банков, тем меньше денежная масса. Если же учетная ставка процента снижается, то это побуждает коммерческие банки брать кредиты у центрального банка для увеличения своих резервов. Их кредитные возможности расширяются, увеличивая денежную базу, начинается процесс мультипликативного увеличения денежной массы (на уровне банков M = multбанк хК или на уровне экономики M = multден x H).

Следует отметить, что в отличие от воздействия на предложение денег изменения нормы обязательных резервов, изменение учетной ставки процента влияет только на величину кредитных возможностей коммерческих банков и соответственно денежной базы, не изменяя величину банковского (и поэтому денежного) мультипликатора.

Изменение учетной ставки также не является самым гибким и оперативным инструментом монетарной политики. Это связано, прежде всего, с тем, что объем кредитов, получаемых путем займа у центрального банка, невелик и не превышает 2-3% общей величины банковских резервов. Дело в том, что центральный банк не позволяет коммерческим банкам злоупотреблять возможностью получения у него кредитов. Он предоставляет средства только в том случае, если, по оценкам экспертов, банк действительно нуждается в помощи, а причины его финансовых затруднений являются объективными.

Поэтому изменение учетной ставки скорее рассматривается как информационный сигнал о намечаемом направлении политики центрального банка. Объявление о повышении учетной ставки информирует о его намерении проводить сдерживающую монетарную политику, как правило, для борьбы с инфляцией. Дело в том, что учетная ставка является своеобразным ориентиром для установления межбанковской ставки процента (т.е. ставки процента, по которой коммерческие банки предоставляют кредиты друг другу) и ставки процента, по которой коммерческие банки выдают кредиты небанковскому сектору экономики (домохозяйствам и фирмам). Если центральный банк объявляет о возможном повышении учетной ставки процента, экономика реагирует очень быстро, деньги (кредиты) становятся «дорогими», и денежная масса сокращается.

Наиболее важным и оперативным средством контроля за денежной массой выступают операции на открытом рынке (open market operations). Операции на открытом рынке представляют собой покупку и продажу центральным банком государственных ценных бумаг на вторичных рынках ценных бумаг. (Деятельность центрального банка на первичных рынках ценных бумаг, как правило, запрещена законом.) Объектом операций на открытом рынке служат преимущественно: 1) краткосрочные государственные облигации и 2) казначейские векселя.

Отличие государственных облигаций от векселей Казначейства состоит в том, что облигации приносят доход в виде процента (percent income), а доход по казначейским векселям представляет собой разницу между ценой, по которой Центральный банк продает ценные бумаги, обязуясь выкупить их через некоторый срок, и более высокой, определяемой в момент продажи, ценой обратного выкупа, т.е. это по сути capital gain.

Государственные ценные бумаги покупаются и продаются коммерческим банкам и населению. Покупка центральным банком государственных облигаций и в первом, и во втором случае увеличивает резервы коммерческих банков. Если ЦБ покупает ценные бумаги у коммерческого банка, он увеличивает сумму резервов на его счете в центральном банке. Тем самым, общий объем резервных депозитов банковской системы возрастает, что увеличивает кредитные возможности банков и ведет к депозитному (мультипликативному) расширению. Таким образом, как и изменение учетной ставки процента, операции на открытом рынке влияют на изменение предложения денег, лишь воздействуя на величину кредитных возможностей коммерческих банков и соответственно денежную базу. (Изменение величины банковского, а поэтому и величины денежного мультипликатора не происходит).

Если центральный банк покупает ценные бумаги у населения (домохозяйств или фирм), то поскольку продавец получает чек у центрального банка и вкладывает его на свой счет в коммерческом банке, резервы коммерческого банка увеличатся, и предложение денег возрастет по тем же причинам, как и в случае, когда ценные бумаги продает коммерческий банк. Отличие однако состоит в том, что когда продавцом выступает коммерческий банк, его резервы увеличиваются, как уже отмечалось, на всю сумму покупки облигаций, в то время как, если ценные бумаги продает частное лицо, то увеличивается сумма на текущих счетах, поэтому кредитные возможности банковской системы будут меньше, поскольку часть депозита в соответствии с нормой резервных требований составит обязательные резервы банка. Так, например, если центральный банк покупает ценные бумаги у коммерческого банка на 1000 долл., то кредитные возможности банка увеличатся на всю сумму в 1000 долл.. А если покупателем выступит частное лицо, то при норме резервных требований, равной 20%, кредитные возможности коммерческого банка возрастут лишь на 800 долл., поскольку на 200 долл. должны быть увеличены обязательные резервы.

Покупка ценных бумаг центральным банком используется как средство оперативного воздействия на экономическую ситуацию в период спада. Если же экономика «перегрета», то центральный банк продает государственные ценные бумаги на открытом рынке. Это существенно ограничивает кредитные возможности коммерческих банков, сокращая их резервы, и соответственно денежную базу, что ведет к мультипликативному сжатию денежной массы на величину, равную произведению банковского, а на уровне экономики – денежного мультипликатора и объема продажи ценных бумаг на открытом рынке (bonds – B):

K = B x multбанк или Н = В х multден

Это оказывает сдерживающее влияние на экономическую активность.

Возможность проведения операций на открытом рынке обусловлена тем, что покупка и продажа государственных ценных бумаг у центрального банка выгодна коммерческим банкам и населению. Это связано с тем, что цена облигации и ставка процента находятся в обратной зависимости, и когда центральный банк покупает государственные облигации, спрос на них возрастает, что ведет к росту их цены и падению ставки процента. Владельцы государственных облигаций (и коммерческие банки, и население) начинают продавать их центральному банку, поскольку возросшие цены позволяют получить доход за счет разницы между ценой, по которой облигация была куплена, и ценой, по которой она продается (capital gain). И, наоборот, когда центральный банк продает государственные ценные облигации, их предложение растет, что ведет к падению их цены и росту ставки процента, делая выгодным их покупку.

Итак, инъекции в банковские резервы, как результат покупки, и изъятия из них, как результат продажи центральным банком государственных ценных бумаг, приводят к быстрой реакции банковской системы, действуют более тонко, чем другие инструменты монетарной политики, поэтому операции на открытом рынке представляют собой наиболее эффективный, оперативный и гибкий способ воздействия на величину предложения денег.

### **3. Виды монетарной политики**

Различают два вида монетарной политики: 1) стимулирующую и 2) сдерживающую.

Стимулирующая монетарная политикая проводится в период спада и имеет целью «взбадривание» экономики, стимулирование роста деловой активности в целях борьбы с безработицей

Сдерживающая монетарная политика проводится в период бума и направлена на снижение деловой активности в целях борьбы с инфляцией .

Стимулирующая монетарная политика заключается в проведении центральным банком мер по увеличению предложения денег. Ее инструментами являются: 1) снижение нормы резервных требований, 2) снижение учетной ставки процента и 3) покупка центральным банком государственных ценных бумаг.

Сдерживающая (ограничительная) монетарная политика состоит в использовании центральным банком мер по уменьшению предложения денег. К ним относятся: 1) повышение нормы резервных требований, 2) повышение учетной ставки процента и 3) продажа центральным банком государственных ценных бумаг.

### **4. Воздействие изменения предложения денег на экономику**

Механизм воздействия изменения предложения денег на экономику носит название «механизма денежной трансмиссии» или «денежного передаточного механизма» («money transmission mechanism»). Механизм денежной трансмиссии показывает, каким образом изменение предложения денег (изменение ситуации на денежном рынке) влияет на изменение реального объема выпуска (ситуацию на реальном рынке, т.е. рынке товаров и услуг).

Этот механизм может быть представлен следующей логической цепочкой событий. Если в экономике спад, то центральный банк покупает государственные ценные бумаги 🡪 кредитные возможности коммерческих банков увеличиваются 🡪 банки выдают больше кредитов 🡪 предложение денег мультипликативно увеличивается 🡪 ставка процента (цена кредита) падает 🡪 фирмы с удовольствием берут более дешевые кредиты 🡪 инвестиционные расходы растут 🡪 совокупный спрос увеличивается 🡪 объем производства мультипликативно растет. (Следует иметь в виду, что на изменение ставки процента реагируют не только фирмы, изменяя величину инвестиционных расходов, но и домохозяйства, которые пользуются потребительским кредитом и при его удешевлении увеличивают потребительские расходы, а также иностранный сектор, увеличивающий расходы на чистый экспорт при снижении ставки процента, поскольку это ведет к снижению курса национальной валюты данной страны и делает ее товары относительно более дешевыми и привлекательными для иностранцев).

Поскольку воздействие стабилизационной политики происходит в краткосрочном периоде, то графически влияние стимулирующей монетарной политики на экономику можно изобразить следующим образом (рис.13.1):

Рис. 13.1. *Механизм денежной трансмиссии*

*при стимулирующей монетарной политике*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| а) *Денежный рынок* | б) *Рынок инвестиций* | в) *Модель «AD-AS»* |

Y1

Y2

Y

P1

P2

P

AD(I2)

AD(I1)

SRAS

I (R)

R1

R2

R

I1

I2

I



R1

R2

R



Эта политика, используемая в период спада, носит название политики «дешевых денег».

Соответственно политика, проводимая центральным банком в период бума («перегрева») и нацеленная на снижение деловой активности, называется «политикой дорогих денег» и может быть представлена следующей цепочкой событий:

Центральный банк продает государственные ценные бумаги 🡪 кредитные возможности коммерческих банков уменьшаются 🡪 предложение денег мультипликативно сокращается 🡪 ставка процента (цена кредита) растет 🡪 спрос на дорогие кредиты со стороны фирм падает 🡪 инвестиционные расходы сокращаются 🡪 совокупный спрос уменьшается 🡪 объем производства падает.

И в том, и в другом случае экономика стабилизируется.

### **5. Преимущества и недостатки монетарной политики**

К преимуществам монетарной политики можно отнести:

* Отсутствие внутреннего лага. Внутренний лаг представляет собой период времени между моментом осознания экономической ситуации в стране и моментом принятия мер по ее улучшению. Решение о покупке или продаже государственных ценных бумаг центральным банком принимается быстро, а поскольку эти бумаги в развитых странах высоколиквидны, высоконадежны и безрисковы, то проблем с их продажей населению и банкам не возникает.
* Отсутствие эффекта вытеснения. В отличие от стимулирующей фискальной политики стимулирующая монетарная политика (рост предложения денег) обусловливает снижение ставки процента, что ведет не к вытеснению, а к стимулированию инвестиций и других чувствительных к изменению ставки процента автономных расходов и к мультипликативному росту выпуска.
* Эффект мультипликатора. Монетарная политика, как и фискальная политика, имеет мультипликативный эффект воздействия на экономику, причем действуют два мультипликатора. Банковский мультипликатор обеспечивает процесс депозитного расширения, т.е. мультипликативное увеличение денежной массы, а рост автономных расходов в результате снижения ставки процента в условиях роста предложения денег мультипликативно (с эффектом мультипликатора автономных расходов) увеличивает величину совокупного выпуска.

Недостатки монетарной политики следующие:

* Возможность инфляции. Стимулирующая монетарная политика, т.е. рост предложения денег, ведет к инфляции даже в краткосрочном, а тем более в долгосрочном периоде. Поэтому представители кейнсианского направления утверждают, что монетарная политика может использоваться лишь при перегреве (инфляционном разрыве) экономики, т.е. рассматривают возможность проведения только сдерживающей монетарной политики, а при рецессии, по их мнению, должна использоваться стимулирующая фискальная, а не монетарная политика.
* Наличие внешнего лага в связи со сложностью и возможными сбоями в механизме денежной трансмиссии. Внешний лаг представляет собой период времени от момента принятия мер по стабилизации экономики (принятия решения центральным банком по изменению величины предложения денег) до момента появления результата их воздействия на экономику (который выражается в изменении величины выпуска). Покупка и продажа центральным банком государственных ценных бумаг осуществляется быстро, т.е. быстро изменяются кредитные возможности коммерческих банков. Однако механизм денежной трансмиссии долгий и состоит из нескольких ступеней, на каждой из которых возможен сбой.

1. Политика «дешевых денег», проводимая центральным банком, может

обеспечить коммерческие банки дополнительными резервами, что расширяет кредитные возможности банков, однако такая возможность может не превратиться в действительность. Нет никакой гарантии, что при увеличении резервов произойдет соответствующее увеличение объема кредитов, выдаваемых коммерческими банками. Кроме того, население может решить не брать кредиты. В результате денежная масса не увеличится.

2) Реакция денежного рынка на рост предложения зависит от вида кривой спроса на деньги. Серьезное падение ставки процента произойдет только в случае, если кривая спроса на деньги крутая, т.е. если чувствительность спроса на деньги к изменению ставки процента невелика. Если спрос на деньги очень чувствителен к изменению ставки процента (кривая спроса на деньги пологая), то увеличение предложения денег не приведет к значительному снижению ставки процента (рис.13.2.(а)).

3) Существенное снижение ставки процента в результате роста предложения денег может не привести к серьезному увеличению инвестиционных расходов, если их чувствительность к изменению ставки процента низка (кривая инвестиций крутая) (рис.13.2.(б))

Если чувствительность инвестиционного спроса к динамике ставки процента высока, и инвестиционные расходы увеличились в результате падения ставки процента, то рост совокупных расходов может не привести к увеличению реального выпуска, если экономика находится в состоянии полной занятости (на уровне потенциального объема производства), что соответствует вертикальной кривой совокупного предложения (рис.13.2.(в)).

Рис. 13.2. *Возможные сбои в действии механизма денежной трансмиссии*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| а) *Денежный рынок* | б) *Рынок инвестиций* | в) *Модель «AD-AS»* |

Y\*

Y

P1

P2

P

AD(I2)

AD(I1)

LRAS

I (R)

R1

R2

R

I1

I2

I



R1

R2

R



Таким образом, нарушение в любом звене передаточного механизма могут свести на нет или существенно ослабить воздействие монетарной политики на экономику.

Более того, наличие у монетарной политики значительного внешнего лага, т.е. запаздывания воздействия изменения предложения денег на экономику, обусловленного многоступенчатостью денежного передаточного механизма (даже в том случае, когда нет сбоев в его функционировании) может привести к дестабилизации экономики. Например, решение об увеличение денежной массы, принятое в период спада, может дать свой результат, когда экономика уже достигнет бума, что вызовет усиление инфляционных процессов. И наоборот, продажа государственных ценных бумаг центральным банком с целью снижения деловой активности в условиях «перегрева» экономики может сказаться, когда экономика будет находиться в глубоком спаде, и это только усугубит ситуацию.

* Наличие побочных эффектов, вызываемых изменением предложения денег, которые также снижают эффективность монетарной политики. Так, если центральный банк увеличивает денежную массу, то ставка процента падает, т.е. снижаются альтернативные издержки хранения наличных денег. В этих условиях население может предпочесть перевести средства с депозитов в наличность, что уменьшит норму депонирования (коэффициент cr, равный отношению наличности к депозитам (cr = C/D)). Одновременно падение ставки процента (цены кредита) снижает заинтересованность коммерческих банков выдавать кредиты, увеличивая их избыточные резервы (excess reserves), что сказывается на величине нормы резервирования (коэффициента rr, равного отношению резервов к депозитам ( rr = R/D) и представляющего собой сумму нормы обязательных резервов (ur), устанавливаемой центральным банком, и нормы избыточных резервов (er), определяемой самими коммерческими банками (rr = ur + er)). Рост нормы депонирования и нормы резервирования ведет к снижению величины денежного мультипликатора, что существенно ослабляет эффект воздействия монетарного импульса на экономику (рис.13.3.(а)). Рост денежной базы от Н1 до Н2 может привести к росту денежной базы от М1 до М2, если не меняется величина мультипликатора, и лишь до М3, если происходит уменьшение величины денежного мультипликатора вследствие роста нормы резервирования.

Рис. 13.3. *Недостатки монетарной политики*

|  |  |
| --- | --- |
| *а) Действие побочных эффектов* | *б) Противоречивость целей* |



H1

H2

H



R1

R2

R

R3



* депонирования (как в данном случае) и/или нормы
* Противоречивость целевых ориентиров (дилемма целей) монетарной политики. Дело в том, что центральный банк не может одновременно регулировать и предложение денег, и ставку процента, поскольку оба эти показателя определяют координаты точки равновесия денежного рынка. Если центральный банк ставит целью поддержание на неизменном уровне ставки процента, то поскольку при увеличении спроса на деньги (сдвиг вправо кривой спроса на деньги от MD1 до MD2), ставка процента повышается от R1 до R2 (рис.13.3.(б)), центральный банк должен увеличить предложение денег до MS2, т.е не может контролировать величину денежной массы, и она становится из экзогенной величины эндогенной величиной, полностью подчиненной цели удержания на неизменном уровне ставки процента. И наоборот, если центральный банк ставит целью поддержание неизменной величины предложения денег, он теряет контроль за ставкой процента, поскольку при росте предложение денег (от MS1 до MS2 на рис.11-3(б)), ставка процента будет снижаться (от R1 до R3), а при сокращении предложения денег ставка процента будет возрастать.

В результате монетарная политика может привести к дестабилизации экономики. Если центральный банк для стабилизации экономики ставит своей задачей не контроль предложения денег, а поддержание на неизменном уровне ставки процента, то рост дохода (выпуска) в период подъема приведет к росту трансакционного спроса на деньги и, следовательно, общего спроса на деньги, что при неизменном предложении денег вызовет увеличение ставки процента. Для снижения ставки до первоначального уровня центральный банк вынужден увеличивать предложение денег, что в результате может создать дополнительный импульс для роста экономики, превращая здоровый подъем в инфляционный бум. В период спада политика по поддержанию неизменной ставки процента приведет к тому, что центральный банк для предотвращения падения ставки процента, вызванного снижением общего спроса на деньги в результате снижения деловой активности, должен сократить предложение денег, что будет иметь следствием еще большее сокращение совокупного спроса и усиление спада.

* Потеря центральным банком контроля над предложением денег в условиях зависимости монетарной политики от фискальной политики правительства. В этом случае предложение денег также превращается из экзогенной величины в эндогенную. Если деятельность центрального банка направлена на решение бюджетных проблем, т.е. обеспечение финансирования роста государственных расходов (при проведении правительством стимулирующей фискальной политики) или финансирования дефицита государственного бюджета, то монетарная политика становится полностью подчиненной решению проблем фискальной политики. Как известно, увеличение государственных расходов и дефицит государственного бюджета могут финансироваться за счет: а) покупки центральным банком государственных ценных бумаг или прямой эмиссии денег (так называемой монетизации дефицита государственного бюджета); б) покупки государственных ценных бумаг населением (внутренний долг) и в) займов у иностранного сектора (внешний долг). Если по каким-то причинам долговое финансирование невозможно (как правило, в экономиках развивающихся стран и в переходных экономиках) или считается нецелесообразным, то правительство использует эмиссионный способ, что, с одной стороны, провоцирует инфляцию, а, с другой, лишает центральный банк самостоятельности в определении направлений монетарной политики. Монетарная политика становится «заложницей» решения фискальных проблем.

Кроме того, монетарная политика центрального банка не может быть независимой, а предложение денег экзогенной величиной в открытой экономике при режиме фиксированных валютных курсов, поскольку изменение предложения национальной валюты (валютные интервенции ЦБ), особенно в условиях абсолютной мобильности капитала, подчинено цели поддержания на неизменном уровне валютного курса национальной денежной единицы.