



# Что дальше?

*Карло Коттарелли и Хосе Виньялс*

**Странам необходимо уже в настоящее время приступить к разработке экономических стратегий на период подъема экономики**

**Г**ЛОБАЛЬНАЯ экономика подает признаки оживления: появился свет в конце туннеля, но перспективы остаются крайне неопределенными. Поэтому, хотя еще рано отменять меры ответной политики на кризис, очень важно приступить к выработке стратегий на период экономического подъема. Если это не будет сделано, ожидания будут разрушены и воздействие оказываемой в настоящее время налогово-бюджетной и денежно-кредитной поддержки будет ослаблено.

Налогово-бюджетные органы и центральные банки, для того чтобы остановить глобальный экономический спад, подменили падающий спрос со стороны потребителей и фирм и оказали существенную поддержку финансовому и другим ключевым секторам. В результате их балансы активов и обязательств возросли, а также стали более рискованными.

Помимо того, что связанные с кризисом меры политики привели к ослаблению государственных балансов активов и обязательств, резкое увеличение государственного долга произошло в период повышения расходов на здравоохранение и пенсионное обеспечение ввиду старения населения, особенно в странах с развитой экономикой. Продолжающийся рост долга подорвал предпринимавшиеся в течение более чем десяти лет усилия многих стран, направленные на укрепление государственного бюджета в связи с проблемой старения населения. Ослабление кредитно-денежной политики и использование нетрадиционных мер политики центральными банками, возможно, было важным для предотвращения коллапса финансо-

вого сектора, однако широкая скупка рискованных активов подвергла ряд центральных банков опасности потенциальных убытков, а квазифискальный характер некоторых из этих мер может привести к политическому давлению на независимость центральных банков.

Что это означает для мер политики на период подъема экономики? Во-первых, необходимо более решительно взяться за решение проблем, связанных со старением населения. Во-вторых, необходимо сохранить и даже усилить потенциал центральных банков по сдерживанию инфляции. В-третьих, меры политики должны будут способствовать сильному и устойчивому экономическому росту путем восстановления контроля частного сектора над финансовым и другими секторами, с тем чтобы обеспечить конкуренцию и сопутствующий прирост производительности.

## **Беспрецедентные бюджетные проблемы**

Три фактора способствуют серьезному ослаблению государственных финансов:

- падение экономической активности и замедление экономического роста в последующие несколько лет в сопоставлении с докризисными прогнозами;
- принятие пакетов бюджетного стимулирования; и
- государственные интервенции в поддержку финансового сектора.

Ожидается, что отношение долга к валовому внутреннему продукту (ВВП) повысится в странах с развитой экономикой до 115 проц-

ентов в 2014 году, согласно прогнозам в июльском выпуске бюллетеня «Перспектив развития мировой экономики», против 75 процентов в 2007 году. К 2014 году коэффициент долга будет близким к 90 процентам или более во всех странах Группы семи, за исключением Канады (то есть во Франции, Германии, Италии, Японии, Соединенном Королевстве и Соединенных Штатах).

Столь резкое повышение государственного долга является беспрецедентным в мирное время. Долг сильно повышался в 1930-х годах, но с более низкого уровня (например, с 20 процентов ВВП в США в 1929 году). Более того, демографические тенденции были благоприятными в 1930-х годах.

Лишь относительно небольшая часть увеличения долга в странах с развитой экономикой — 6 процентов до настоящего времени — связана с операциями финансовой поддержки. Основная часть увеличения долга объясняется мерами бюджетного стимулирования и, в особенности, потерями налоговых поступлений из-за экономического спада и краха цен на активы. Таким образом, бюджетная проблема не может быть решена простым «свертыванием» операций финансовой поддержки.

### Бюджетные риски

Неспособность остановить тенденцию к увеличению долга может породить обеспокоенность тем, что долг, в конечном итоге, будет «погашен инфляцией» или что дефолт окажется неизбежным. Процентные ставки в этом случае возрастут, что только усугубит бюджетную проблему и грозит остановкой экономического подъема; сроки погашения долговых инструментов сократятся; и произойдет кризис рефинансирования. Обеспокоенность таким развитием событий будет особенно сильной в странах, в которых предполагаемый риск понижения курса валюты является высоким.

Консенсусные прогнозы и рыночные индикаторы ожиданий, выведенные на основании индексированных по инфляции облигаций в основных странах с развитой экономикой, показывают, что ожидаемая инфляция будет оставаться низкой в течение следующего десятилетия. Кроме того, несмотря на то что процентные ставки по государственным ценным бумагам в течение нескольких месяцев растут, они также остаются низкими. Однако реакция рынков часто бывает запоздалой и внезапной, и поэтому позитивная рыночная реакция до настоящего времени не является прочной гарантией на будущее.

Некоторые комментаторы предполагают, что инфляция — которая может произойти, если центральные банки окажутся неспособными сократить свои балансы активов и обязательств и достаточно быстро ужесточить денежно-кредитную политику с наступлением подъема экономики — может сыграть полезную роль в сокращении долгового бремени. Однако высокая инфляция порождает собственные крупные искажения и для того, чтобы ее снова понизить, могут потребоваться высокие расходы. Кроме того, инфляция, измеряемая однозначными показателями, не приведет к серьезному уменьшению реальной стоимости долга, особенно если более высокие инфляционные ожидания найдут свое отражение в более высоких процентных ставках, когда в последующие годы правительства будут сами рефинансировать свою задолженность. Короче говоря, стабильность цен в форме низкой инфляции является крайне важным общественным благом. Ее необходимо сохранить, чтобы поддержать устойчивый экономический рост.

### Решительные действия центральных банков

Решительные действия центральных банков по предоставлению ликвидности и другой финансовой поддержки помогли предотвратить крушение финансового сектора и разрушительную дефляцию. Центральные банки существенно понизили ставки интервенции. В ходе операций по предоставлению ликвидности они удлиннили сроки погашения и расширили диапазон залогового обеспечения и группу контрагентов, с тем чтобы обеспечить плавный приток резервных денег в систему.

Центральные банки также проводили различные, часто нетрадиционные, операции с активами, как для того чтобы решить проблему краткосрочных процентных ставок, которые в некоторых случаях были близки к нулю, так и для того чтобы не допустить крайне сильных рыночных искажений, особенно в условиях крайне резкого повышения спроса банков на остатки резервных средств после краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года. В частности, применение нетрадиционных инструментов повлекло за собой количественное ослабление и облегчение доступа к кредиту. *Количественное ослабление* в случае этого кризиса состояло из покупок государственных ценных бумаг для понижения долгосрочных процентных ставок, в то время как *облегчение доступа к кредиту* включало покупки активов частного сектора для противодействия повышению спреда процентных ставок по кредитам на отдельных рынках (центральные банки, например, становились покупателями последней инстанции в условиях загибающегося рынка коммерческих ценных бумаг). В некоторых странах совокупные последствия количественного ослабления и ослабления доступа к кредиту для балансов центральных банков были весьма существенными. Например, к концу июня 2009 года, по прошествии двух лет после начала кризиса, баланс Федеральной резервной системы США более чем удвоился, а Банка Англии почти утроился, достигнув в обоих случаях приблизительно 15 процентов ВВП. Баланс Евросистемы расширился приблизительно на 50 процентов, достигнув 20 процентов ВВП.

### Перед денежно-кредитной политикой стоят необычные проблемы

Центральные банки могут сталкиваться с напряженной ситуацией, вызванной как рисками усиления инфляционного давления — будь то под влиянием внутреннего спроса и цен на биржевые товары или вторичного эффекта изменений обменного курса, — так и обеспокоенностью в отношении финансовой стабильности при сохранении слабых экономических показателей.

Широкое использование нетрадиционных инструментов усложнило как формулировку политики, так и передачу ее сигналов. Обычно сигналом изменения политики центрального банка служит только один инструмент, краткосрочная процентная ставка, которая, как правило, является межбанковской ставкой. Однако нетрадиционные операции, к которым прибегли центральные банки, значительно затрудняют оценку общей направленности кредитно-денежной политики. Эта трудность может сохраниться на ранних этапах подъема экономики, если инфляционное давление вновь проявится в некоторых странах, прежде чем рынки полностью восстановятся, и поэтому нетрадиционные инструменты могут в определенной степени по-прежнему применяться даже при повышении процентных ставок.

Таким образом, перед центральными банками могут стоять важные задачи в ряде связанных между собой областей: определение времени и масштабов отказа от ослабления политики; определение необходимой структуры будущих балансов; координация действий с налогово-бюджетными органами и другими центральными банками; и информирование общественности о принятой стратегии. Кроме того, хотя главной целью денежно-кредитной политики должно оставаться обеспечение стабильности цен, идет оживленная дискуссия по вопросу о том, какой должна быть роль центрального банка в обеспечении финансовой стабильности.

### Возвращение к нормальной ситуации

По мере восстановления экономики необходимо будет вернуться к нормальной ситуации не только в отношении государственного долга и балансов активов и обязательств центральных банков, но и в отношении круга институциональных обязанностей. Чтобы уменьшить вероятность будущего кризиса, как только начнется прочный экономический подъем, необходимо будет провести финансовую корректив-

ровку, включающую реформы пенсионной системы и системы здравоохранения. Завершение интервенций центральных банков при компенсации любых соответствующих потерь государственного бюджета позволит центральным банкам сохранить за собой возможность контролировать инфляцию.

### Необходима большая налогово-бюджетная дисциплина

Масштабы бюджетной корректировки, которая потребует в ближайшие два десятилетия, почти беспрецедентны, особенно в случае стран с наиболее высоким уровнем долга. Проведенное Департаментом по бюджетным вопросам МВФ исследование показывает, что страны с развитой экономикой, имеющие высоких долг (свыше 60 процентов ВВП в 2014 году), должны будут поддерживать средний первичный профицит (доходы за вычетом расходов до уплаты процентов) на уровне 4½ процентов начиная с 2014 года, с тем чтобы сократить уровень долга до 60 процентов ВВП к 2030 году (Horton, Kumar, and Mauro, 2009).

Бюджетная корректировка потребует реформы систем пенсионного обеспечения и здравоохранения, которые являются ключевым фактором давления на сторону расходов в предстоящие десятилетия. Чистая приведенная стоимость будущих расходов, связанных со старением населения, в 10 раз превышает бюджетные издержки, вызванные кризисом. Меры политики в этой области являются политически трудными и потребуют проведения дальнейшей подготовительной технической работы, но они необходимы. Такие меры, как повышение пенсионного возраста, могут существенно уменьшить чистую приведенную стоимость будущих государственных расходов, не подрывая воздействия бюджетного стимулирования на совокупный спрос.

Однако бюджетная корректировка должна будет распространяться и на иные области, кроме пенсионного обеспечения и здравоохранения, и более широко охватить доходы и расходы в целом. Различия в условиях и предпочтениях в отношении мер политики приведут к тому, что странами будут приниматься различные решения, но некоторые положения будут общими. Что касается *сторон расходов*, то необходимо, чтобы меры бюджетного стимулирования не стали перманентными. На *стороне доходов* первым шагом станет расширение налоговой базы, однако изменение налоговой структуры, вероятно, станут более важными, чем прежде. В этом отношении к числу главных приоритетов относятся налоги, направленные на исправление внешних эффектов (например, налогообложение выбросов углерода). Полезную роль для поддержания бюджетной корректировки могут сыграть такие институциональные механизмы, как среднесрочные бюджетные стратегии, законы о бюджетной ответственности, бюджетные правила и советы по налогово-бюджетным вопросам, в зависимости от конкретных обстоятельств страны.

Меры политики должны также обеспечить надлежащее восстановление стоимости активов, приобретенных во время кризиса. Власти стран могут время от времени сталкиваться с необходимостью выбора между быстрой продажей активов частному сектору, как только приобретенные банки или компании станут снова доходными, и более постепенным подходом, который, в конечном итоге, может обеспечить большую прибыль для государственного бюджета.

Главным приоритетом должен служить экономический рост, учитывая его способность улучшить долговое положение страны. Повышение на 1 процентный пункт темпов экономического роста на протяжении 10 лет (при сохранении расходов неизменными и при допущении налоговой ставки в 40 процентов) ведет к уменьшению государственного долга на 24 процентных пунктов ВВП. Если экономический рост в предстоящее десятилетие будет в среднем таким же, как в последние два десятилетия, сбалансированный бюджет — хотя он и является трудной задачей — будет достаточным, чтобы сократить коэффициент долга страны со 100 до 60 процентов ВВП. Однако экономический рост в течение следующего десятилетия отнюдь не гаран-

тирован. Кризис мог привести к более низкому потенциальному росту, чем в предыдущие десятилетия, и его могут также ограничить негативные демографические изменения. Таким образом, важное значение имеют реформы, направленные на повышение потенциального роста.

Положительным моментом является то, что элементарная арифметика динамики долга показывает, что, вне зависимости от исходного уровня, отношение долга к ВВП конвертирует к уровню, который зависит только от темпов экономического роста и отношения дефицита к ВВП. Поэтому усилия, направленные на повышение темпов роста и сдерживание дефицита, могут окупиться, даже если долг в настоящее время находится на высоком уровне.

### Трудные задачи денежно-кредитной политики

Способность центральных банков сохранять стабильность будет важна для высокого экономического роста, который желателен сам по себе, а также необходим для обеспечения устойчивой долговой ситуации. Хотя дефляция может иметь пагубные последствия и усилила бы спад, более высокие темпы инфляции, чем те, которые согласуются со стабильностью цен, могут также повредить экономическому росту.

## «Способность центральных банков сохранять стабильность будет важна для высокого экономического роста, который желателен сам по себе, а также необходим для обеспечения устойчивой долговой ситуации».

Особо важными задачами на краткосрочный период являются стабилизация финансового сектора и реальной экономики. Однако по мере ослабления кризиса способность центральных банков обеспечивать стабильность цен может оказаться под угрозой из-за расширившихся балансов, содержащих активы с повышенным риском.

- Крупные избыточные резервы могут привести к быстрому росту кредитования и инфляционному давлению.
- Некоторые активы могут быть трудно использовать для целей денежно-кредитной политики и управления ликвидностью.
- Применение количественных инструментов затруднит оценки денежно-кредитной политики.
- Убытки и квазифискальные операции могут привести к политическому давлению, которое подрывает независимость центральных банков.

### Элементы стратегии

Ключевые элементы стратегии «выхода» центрального банка, в порядке их очередности, включают: ограничение и прекращение нетрадиционных операций; реструктуризация баланса; подготовка инструментов для ужесточения денежно-кредитной политики; и определение мер политики для «привязки» ожиданий и информирования о них общественности.

**Нетрадиционные операции.** Некоторые нетрадиционные операции, оправданные только кризисом, будут прекращены при нормализации финансовых условий, и спрос на избыточные остатки резервных средств автоматически сократится. Другие позиции баланса потребуют более активного управления и более активных мер политики.



Покупки государственных ценных бумаг в рамках «количественного ослабления» были произведены для снижения долгосрочных процентных ставок. Немедленные продажи могут привести к повышению стоимости государственного заимствования, поэтому сроки этих продаж являются особенно важными. Хотя государственные ценные бумаги могут использоваться в операциях на открытом рынке для изъятия избыточной ликвидности, срочной потребности в их продаже не существует, так как многие центральные банки обычно держат в своих авуарах долгосрочные ценные бумаги.

Наиболее ограниченными по времени являются программы облегчения кредитования (покупки активов частного сектора с целью противодействовать повышению спреда процентных ставок по кредитам). Как и в случае «количественного ослабления», свертывание масштабных операций по облегчению кредитования может быть равносильно ужесточению денежно-кредитной политики. В этом случае также выбор сроков должен отражать общую оценку экономических условий.

Наиболее трудные проблемы, возникающие при облегчении кредитования, будут связаны с наличием в авуарах центральных банков часто неликвидных ценных бумаг частного сектора, стоимость которых часто является неопределенной. Эти активы могут оказаться невозможным использовать в нормальных операциях на открытом рынке, и, таким образом, они могут затруднять усилия, принимаемые для изъятия ликвидности при появлении инфляционного давления. Более того, эти активы могут быть главным фактором потерь центральных банков.

**Реструктуризация балансов активов и обязательств.** Крупные необычные позиции по активам, которые в настоящее время держат в своих авуарах некоторые центральные банки, порождают как рыночные, так и кредитные риски. Связанные с ними потери могут привести к тому, что некоторые центральные банки будут иметь отрицательный чистый капитал. Могут материализоваться кредитные риски, приобретенные в результате как операций облегчения кредитования, так и принятия более рискованного залогового обеспечения. Рыночный риск, главным образом связанный с покупками долгосрочных активов с низкой доходностью, может привести к снижению стоимости активов при повышении процентных ставок.

Надлежащие ответные меры в случае каждого центрального банка будут зависеть от структуры его баланса. Если капитал будет по-прежнему положительным, а операции в целом прибыльными, то со временем баланс должен укрепиться. Но если потери по кредитам будут высокими, правительство должно будет передать средства центральному банку, чтобы рекапитализировать его. В противном случае финансово слабый центральный банк будет в большей степени подвергаться политическому давлению и большей неохотой принимать необходимые меры, что будет иметь серьезные последствия для стабильности цен.

**Подготовка к ужесточению денежно-кредитной политики.** Центральные банки должны восстановить контроль над ликвидностью и вновь сделать краткосрочную ставку интервенции ключевым инструментом денежно-кредитной политики, с тем чтобы они были готовы к ужесточению политики, когда для этого настанет время.

При выходе экономики из кризиса банки могут по-прежнему держать значительную избыточную ликвидность, которая должна быть вновь изъята, чтобы сдерживать рост кредитования и инфляцию. Центральные банки могут использовать с этой целью многие инструменты и меры, включая обратные репо (продажа государственных ценных бумаг на балансе центрального банка, которые он соглашается позднее выкупить), выпуск векселей центрального банка и повышение вознаграждения по резервам банков, которые они хранят в центральном банке.

Повышение вознаграждения за резервы будет важным, но применение такого рода постоянных депозитных механизмов грозит ослаблением стимулов к межбанковским операци-

ям. Поскольку центральные банки обычно используют межбанковскую ссудную ставку в качестве ставки интервенции, более узкий межбанковский рынок будет сказываться на механизме передачи изменений процентной ставки на более широкую экономику, и этот фактор необходимо учитывать при определении денежно-кредитной политики.

Центральные банки, которые проводили широкие операции облегчения кредитования, могут иметь в своих авуарах долгосрочные активы, которые не могут использоваться в операциях на открытом рынке, и для повторного поглощения ликвидности они должны будут применять срочные депозиты или векселя центрального банка.

Наконец, некоторым центральным банкам может потребоваться ужесточить политику в отношении залогового обеспечения для уменьшения рисков будущих потерь, а также во избежание рыночных искажений. Это потребует тщательного планирования, чтобы избежать неожиданных потрясений на рынках.

### **Информирование общественности**

Еще слишком рано начинать ужесточать налогово-бюджетную и денежно-кредитную политику, но уже настало время для правительств начать «привязку» ожиданий путем определения и доведения до сведения общественности стратегий и предлагаемых мер для обеспечения финансовой платежеспособности. Необходимо заверить рынки в том, что факторы, вызывающие обеспокоенность на долгосрочную перспективу, будут устранены, а налогово-бюджетная политика будет ужесточена, когда начнется экономический подъем. Более того, отдельные меры, которые не влекут за собой риска отрицательного воздействия на совокупный спрос, могут быть приняты уже в настоящее время, такие как институциональные реформы, направленные на повышение прозрачности бюджета, и среднесрочные бюджетные стратегии (например, заслуживающие доверия обязательства о сокращении бюджетного дефицита в среднесрочной перспективе).

Рынки также будут положительно реагировать на меры денежно-кредитной политики, которые заверят их в прочности обязательства ограничить инфляцию. В начале кризиса рынки иногда не понимали смысла проводимой денежно-кредитной политики, который иногда скрывался за чрезвычайными мерами, использовавшимися для обеспечения финансовой стабильности или облегчения доступа к ликвидности. Чтобы избежать такого непонимания политики на этапе «выхода» потребуется четкое информирование общественности центральным банком. Очень важно будет установить различие между направленностью политики и мерами, принимаемыми для ее реализации. В этом поможет использование центральными банками общей терминологии.

### **Ключом к успешному «выходу» служит международное сотрудничество**

Международное сотрудничество необходимо, чтобы обеспечить согласованность мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики стран на этапе «выхода», которые должны основываться на опыте, накопленном до настоящего времени в ходе текущего кризиса, и вести к его расширению. Практически одновременное начало кризиса в странах с развитой экономикой помогло в координации принятых беспрецедентных мер политики. Однако экономический подъем может быть менее синхронным. Поэтому обеспечение международной согласованности мер макроэкономической политики может быть более трудным, и особые условия стран могут сыграть большую роль в обосновании правительствами направленности их политики. ■

*Карло Коттарелли — директор Департамента по бюджетным вопросам МВФ; Хосе Виньялс — финансовый советник и директор Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала.*