



Исследовательский центр ИПМ



Немецкая экономическая группа в Беларуси

A3/10/04

## Взаимоотношения монетарных и фискальных органов власти: обзор важнейших проблем

### Содержание

1. Введение.....	2
2. Прямое кредитование правительства .....	2
2.1. Постоянный кредит правительству .....	2
2.2. Кредитование правительства в качестве временной меры .....	3
3. Косвенное кредитование правительства.....	4
4. Квазифискальные операции центрального банка .....	4
5. Режим обменного курса .....	5
Литература.....	7
Приложение .....	8

## **1. Введение**

Фискальная и монетарная политика являются фундаментальной основой макроэкономической политики в целом, направленной на достижение макроэкономической стабильности и экономического роста. Несмотря на идентичные цели обоих видов политики, инструменты, используемые ими, отличаются. Фискальная политика основывается на использовании таких инструментов как управление государственными расходами, налоговая система, внутреннее и внешнее заимствование. Монетарная политика оказывает воздействие на уровень экономической активности посредством операций, влияющих на общий уровень ликвидности в экономике. Так как фискальная политика оказывает сильное влияние на проведение монетарной политики, эффективный макроэкономический менеджмент предполагает координацию фискальной и монетарной политики, с четким разделением инструментов и сфер ответственности. В таком случае, цели фискальной политики могут достигаться только посредством использования фискальных инструментов, без подчинения мер монетарной политики этим целям. Финансирование значительного бюджетного дефицита и займов правительства монетарными властями по процентным ставкам ниже рыночных, оказывает существенное негативное влияние на эффективность монетарной политики и приводит к созданию инфляционного навеса в экономике. В противном случае, когда фискальная политика устойчива и не требует финансирования через инфляционные источники, проведение монетарной политики может быть направлено на поддержание стабильности цен и сокращение колебаний выпуска.

Поскольку деятельность фискальных властей может накладывать ограничения на эффективность монетарной политики, то данная аналитическая записка рассматривает некоторые институциональные меры, которые обеспечивают центральный банк значительной степенью независимости в формулировании и проведении монетарной политики, направленной на достижение цели(ей) его политики.

Для того, чтобы обеспечить скоординированную и последовательную политику соответствующих органов власти, мы должны проанализировать ряд фискальных/монетарных факторов, лежащих на стыке данных областей. К ним относятся:

## **2. Прямое кредитование правительства**

Общепринято, что наилучшим способом, посредством которого монетарная политика может содействовать повышению занятости и экономической активности, является поддержание стабильного уровня цен. В то же время, при проведении монетарной политики, направленной на достижение этой конечной цели, центральные банки во многих переходных странах неоднократно ставились в зависимость от принятых в прошлом решений по финансированию фискальных потребностей. Такая ситуация сокращала возможности центрального банка в проведении эффективной стабилизационной политики. Этот фактор очевиден при рассмотрении последних случаев хронической инфляции и чрезвычайной изменчивости выпуска.

Поскольку как монетарная, так и фискальная политика существенно зависят от бюджетных ограничений правительства, то качество монетарной политики, и, следовательно, показатели инфляции в стране, зависят от состояния ее фискальной политики. Правительство может финансировать бюджетный дефицит, увеличивая внутреннее или внешнее заимствование, или же посредством монетарного финансирования центрального банка. Когда дефицит финансируется посредством прямого кредитования центральным банком (предоставление кредитов правительству или приобретение обязательств правительства в форме облигаций), это выражается в увеличении денежной базы и пропорциональном увеличении широкой денежной массы (при заданном денежном мультипликаторе). Для изучения потенциальных отрицательных эффектов такого финансирования дефицита, следует ввести разделение в соответствии с временными рамками предоставления прямого кредита, то есть в соответствии с тем предоставляется данный кредит на постоянной или временной основе.

### *2.1. Постоянный кредит правительству*

Поскольку данная процедура значительно снижает способность центрального банка к проведению независимой монетарной политики, то многие индустриальные страны законодательно запретили или, как минимум, значительно ограничили прямое кредитование

правительства на постоянной основе, для избежания потенциальных потерь монетарного контроля. В развивающихся рыночных экономиках (в частности в переходных странах) прямое кредитование правительства продолжало оставаться более распространенным. Узкие и слабо развитые внутренние финансовые рынки, ограниченный доступ к внешнему финансированию неизбежно приводят к монетарному финансированию фискального дефицита, по крайней мере, на начальной стадии трансформационного процесса. В то же время, неограниченный доступ к кредитным ресурсам центрального банка больше не существует: в большинстве стран с развивающейся рыночной экономикой соответствующим законодательством о центральном банке или конституцией страны установлены лимиты на объем, сроки, цель или частоту предоставления ресурсов центрального банка (см. второй и третий столбцы Табл. А в Приложении; дополнительные факты представлены в BIS [1999] and Jacome H. [2001]).

В некоторых случаях, например, когда задействованы коммерческие банки государственной формы собственности, выше упомянутый запрет на предоставление кредитов может быть обойден. Если такие банки предоставляют кредит правительству, в то же время получая ресурсы от центрального банка, то теряется контроль над динамикой денежной базы. Поэтому, основываясь на идентичном влиянии на операционную независимость центрального банка, такие случаи кредитования правительства через банковскую систему должны классифицироваться аналогичным образом как прямое кредитование правительства и должны быть запрещены или, по крайней мере, жестко лимитированы.

С точки зрения монетарных последствий финансирования фискального дефицита, обычно не проводится разграничения между финансированием центральным банком в форме предоставления кредита или же в форме облигаций. Все же, существуют некоторая разница между этими формами кредитования. Считается, что если кредит предоставляется посредством приобретения облигаций, то это менее пагубно, так как данная форма кредитования приводит к наличию государственных облигаций в портфеле центрального банка, увеличивая, таким образом, гибкость в проведении монетарной политики.

## 2.2. Кредитование правительства в качестве временной меры

На практике исключением из законодательного запрета на кредитование центральным банком правительства является краткосрочное кредитование правительства, которое преследует только цель сглаживания временных кассовых разрывов в бюджете. Тем не менее, такое кредитование правительства для сглаживания кассовых разрывов, должно согласовываться с рядом жестких условий относительно источника, максимального объема, временных горизонтов такого финансирования. В Табл. 1 представлен обзор таких институциональных признаков для 5 стран Центральной и Восточной Европы (см. также первый столбец Табл. А в приложении):

**Таблица 1. Лимиты на прямое кредитование в 5 странах Центральной и Восточной Европы**

Чехия	Венгрия	Польша	Словакия	Словения
Разрешено приобретение краткосрочных (3-х месячных) казначейских векселей <u>Максимум:</u> 5% от доходов бюджета за предыдущий год	Разрешены краткосрочные кредиты для устранения кассовых разрывов <u>Максимум:</u> 2% от планируемых доходов бюджета	Разрешено приобретение государственных ценных бумаг на первичном рынке <u>Максимум:</u> 2% от планируемых расходов бюджета	Разрешено приобретение краткосрочных (3-х месячных) казначейских векселей для покрытия кассовых разрывов <u>Максимум:</u> 5% от доходов бюджета за предыдущий год	Разрешены краткосрочные кредиты для устранения кассовых разрывов <u>Максимум:</u> 5% от бюджета на текущий год и не более 20% от запланированного бюджетного дефицита

Источник: Radzyner and Riesinger [1997], p.69

Так как кредитование с выше упомянутыми институциональными характеристиками является лишь механизмом покрытия повседневных кассовых разрывов правительства, то оно не должно классифицироваться как постоянный источник финансирования бюджетного дефицита. Такие проблемы могут возникнуть, когда данные краткосрочные кредиты центральному правительству на практике оборачиваются избыточным кредитованием, опять-таки выражаясь в автоматической монетизации бюджетного дефицита. Поэтому, использование данной возможности должно периодически приостанавливаться. Также, представляется важным взимание рыночной процентной ставки за предоставляемые ресурсы.

**Предложение 1: Прямое кредитование правительства, в силу своих инфляционных последствий, должно быть законодательно запрещено или же жестко лимитировано. Характеристики (временных) кредитов для поддержания ликвидности должны соответствовать жестким ограничениям, которые обеспечивают эффект**

### **3. Косвенное кредитование правительства**

В отличие от приобретения государственных ценных бумаг на первичном рынке, приобретение таких ценных бумаг на вторичном рынке, где проходят торги государственными обязательствами наравне с обязательствами частного сектора по рыночным процентным ставкам (косвенное кредитование правительства), - разрешено для большинства центральных банков развитых стран. В то же время большинство этих стран ставят дополнительные условия, которые ограничивают влияние таких операций на цели монетарной политики. В табл. 2 представлен обзор 5 стран Центральной и восточной Европы (для дополнительной информации по указанным странам, см. последний столбец Табл. А в Приложении):

**Таблица 2. Лимиты на косвенное кредитование правительства в 5 странах Центральной и Восточной Европы**

<b>Чехия</b>	<b>Венгрия</b>	<b>Польша</b>	<b>Словакия</b>	<b>Словения</b>
Для регулирования денежного рынка центральный банк может покупать и продавать ценные бумаги первоклассных заемщиков	Центральный банк может проводить операции РЕПО	Нет ограничений для вторичного рынка	Для регулирования денежного рынка центральный банк может покупать и продавать ценные бумаги первоклассных заемщиков	Для регулирования денежной массы центральный банк может покупать и продавать государственные ценные бумаги

*Источник: Radzyner and Riesinger [1997], p.69.*

Большинство центральных банков использует три основных вида инструментов монетарной политики: операции на открытом рынке (в форме сделок «до погашения» и сделок РЕПО), предоставление кредитных ресурсов (например, дисконтные или ломбардные операции) и резервные требования. Широкое использование операций на открытом рынке, как в форме сделок «до погашения» так и сделок РЕПО обуславливается наличием развитых рынков высококачественных, ликвидных долговых ценных бумаг. Зачастую, на этих рынках обращаются краткосрочные ценные бумаги, эмитированные центральным правительством (обычно казначейские векселя) с нулевым кредитным риском. Кроме того, в некоторых случаях центральные банки эмитировали собственные ценные бумаги в значительном объеме (см. Hawkins [2004] для детального обзора). Это происходило в тех случаях, когда государственные ценные бумаги были недоступны или не были пригодны для использования в данных целях, например, по причине слабого развитого рынка государственных ценных бумаг. Существенным преимуществом использования только собственных ценных бумаг для целей монетарной политики является увеличение независимости от фискальных органов власти, так как в отсутствие потребности держать государственные ценные бумаги центральный банк избегает соблазна (косвенного) кредитования правительства. Такая ситуация может способствовать большей ясности в разделении функций между монетарными и фискальными органами власти (см. Hawkins [2004], p. 7).

**Предложение 2: В общем случае, разрешено приобретение государственных облигаций исключительно для целей проведения монетарной политики. В то же время, использование ценных бумаг центрального банка для этих целей более предпочтительно, так как в таком случае центральный банк в полной мере избавляется от кредитования правительства.**

### **4. Квазифискальные операции центрального банка**

Как было отмечено в первом разделе, в большинстве стран законодательство о центральном банке подчеркивает операционную независимость центрального банка и запрещает или ограничивает прямое кредитование фискального дефицита с его стороны.

В некоторых странах, тем не менее, для смягчения бюджетного пресса центральный банк проводит ряд операций, которые являются квазифискальными по своей природе. Потенциально, данные операции могут угрожать эффективному проведению монетарной политики, что является главной обязанностью центрального банка. В общем случае, квазифискальные операции (далее КФО) могут осуществляться центральным банком, государст-

венными финансовыми институтами и нефинансовыми государственными предприятиями. Ситуация, когда официальные записи по бюджетным счетам не обязательно отражают совокупный баланс общественного сектора, является отличительным и частым феноменом в переходных странах. Такие операции, могут использоваться правительством в качестве альтернативы прямым фискальным мерам, и будут приводить к подобному экономическому эффекту, вне зависимости от того в какой области общественного сектора они проводятся (IMF [2001], p.13). Довольно трудно идентифицировать и количественно оценить КФО центрального банка. Они могут включать в себя операции, связанные с менеджментом финансовой системы (например, льготное кредитование по процентной ставке ниже рыночной и прямое кредитование) или системы обменного курса (например, множественность обменных курсов и импортные депозиты). Обычно, льготное кредитование финансовых институтов или предприятий осуществляется по запросу правительства или парламента. Разница между процентными ставками по таким кредитам и доминирующей на рынке процентной ставкой, по существу, является субсидией, то есть КФО центрального банка. В Таблице 3 приведен перечень различных типов КФО:

**Таблица 3. Виды квазифискальных операций**

<b>Операции, связанные с финансовой системой</b>
Предоставление кредитных ресурсов на льготной основе
Директивно устанавливаемые процентные ставки
Преференции в переучете векселей
Предоставление кредитных ресурсов без достаточного обеспечения
Гарантированное кредитование
Недовыполнение резервных требований
Предельные объемы кредитования
«Спасательные» операции
<b>Операции, связанные с системой обменного курса</b>
Множественность обменных курсов
Импортные депозиты
Депозиты для приобретения иностранных активов
Гарантированный обменный курс
Льготное страхование валютного риска
<b>Операции, связанные с сектором коммерческих предприятий</b>
Предоставление ресурсов по ставкам ниже рыночных
Обслуживание некоммерческих программ (социальные программы)
Ценообразование, основанное на цели получения бюджетных доходов
Плата производителям, по ставкам сверх рыночных

Источник: IMF [2001], p.29.

Помимо общей негативной оценки КФО, которые приносят искажения на финансовые рынки, тем самым, приводя к неэффективному размещению ресурсов, вовлечение центрального банка в данную деятельность приводит к ряду больших угроз макроэкономической стабильности. Требования правительства к центральному банку, побуждающие осуществлять различные КФО ставят центральный банк в ситуацию, когда возрастает вероятность избыточных потоков наличности, что ставит под угрозу проведение монетарной политики, направленной на поддержание стабильности цен. При таких обстоятельствах, способность центрального банка к достижению целей своей политики будет зависеть от его способности поддерживать количество капитала, достаточное для покрытия возможных потерь, или от возможности банка избежать вовлечения в потенциально затратные квазифискальные операции, или же от обоих факторов в совокупности.

**Предложение 3: Центральные банки не должны проводить квазифискальные операции, которые ухудшают их финансовые позиции, приводя к потере контроля над инструментами монетарной политики. Правительство должно в любой момент обеспечить целостность капитала центрального банка, для того, чтобы поддержать независимость политики.**

## **5. Режим обменного курса**

В предыдущих разделах были рассмотрены определенные институциональные меры, которые направлены на отмежевание монетарных органов власти от финансовых запросов фискальных органов власти. Данные меры являются строго необходимым условием для проведения независимой монетарной политики, но не являются достаточным условием. В данном контексте особое значение приобретает выбор режима обменного курса, который ощутимо влияет на степень автономии при использовании инструментов монетарной политики.

На практике, большинство правительств (в некоторых случаях совместно с центральным банком) определяют режим обменного курса. В случае фиксированного обменного курса (в его различных модификациях), обычно подразумевается, что центральный банк должен поддерживать паритет посредством интервенций на валютном рынке. Это налагает ограничение на объем денежной базы, которая в случае интервенций и в отсутствие стерилизации, изменяется идентично чистым иностранным активам. Центральные банки пытаются постоянно оградить денежную базу от таких колебаний посредством стерилизации своих интервенций, оставляя ее неизменной. Но эта процедура может достичь своих пределов. Смысл здесь в том, чтобы отметить, что выбранный режим обменного курса может оказывать влияние на независимость операций в монетарной политике. К примеру, правительство может установить целевой показатель обменного курса (или коридор), который не сочетается с фундаментальными основами экономической системы и задачами монетарной политики, связанными с достижением целей центрального банка. Вероятным результатом такой политики станут значительные потери центрального банка, вследствие крупных интервенций на валютном рынке, в случае, когда паритет не может поддерживаться.

**Предложение 4: Имея в виду тесную связь между политикой обменного курса и монетарной политикой, существует вероятность возникновения конфликта между поддержанием целевого значения обменного курса и целями внутренней монетарной политики. В случае такой несовместимости целей, приоритет должен быть отдан центральному банку, для достижения целей внутренней монетарной политики.**

Автор: Р.К.

Берлин, июль 2004 г.

## Литература

BIS [1999]. Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies, *BIS Policy Papers No. 5*, Bank for International Settlements, Basle.

BIS [2003]. Fiscal issues and central banking in emerging market economies, *BIS Papers No. 20*, Bank for International Settlements, Basle.

Budina, Nina [1997]. Fiscal Policies in Eastern Europe, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 13, No. 2, pp. 47-64.

Budina, Nina and sweder van wijnbergen [2000]. Fiscal Deficits, Monetary Reform, and Inflation Stabilization in Romania, *Policy Research Working Paper 2298*, The World Bank, Washington.

Dabrowski, Marek [1999]. Disinflation, Monetary Policy and Fiscal Constraints. Experience of the Economies in Transition, *CASE Report No. 16*, Center for Social and Economic Research, Warsaw.

De Melo, Martha and Cevdet Denizer [1997]. Monetary Policy during Transition, *Policy Research Working Paper 1706*, The World Bank, Washington.

Hawkins, John [2004]. Central bank securities and government debt, Paper prepared for Australasian Macroeconomics Workshop, Australian National University, Canberra.

IMF [2001]. Manual on Fiscal Transparency, Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund, Washington.

Jacome H., Luis I. [2001]. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s, *IMF Working Paper 01/212*, International Monetary Fund, Washington.

Krzak, Maciej and Aurel Schubert [1997]. The Present State of Monetary Governance in Central and Eastern Europe, *Focus on Transition 1/1997*, pp. 28-56.

Laurens, Bernard and Enrique G. de La Piedra [1998]. Coordination of Monetary and Fiscal Policies, *IMF Working Paper 98/25*, International Monetary Fund, Washington.

Maliszewski, Wojciech S. [2000]. Central Bank Independence in Transition Economies, *Economics of Transition*, Vol. 8, pp. 749-789.

Markiewicz, Malgorzata [2001]. Quasi-fiscal operations of central banking in transition economies, *BOFIT Discussion Paper No. 2*, Bank of Finland Institute for Economies in Transition, Helsinki.

Radzyner, Olga and Sandra Riesinger [1997]. Central Bank Independence in Transition: Legislation and Reality in Central and Eastern Europe, *Focus on Transition 1/1997*, pp. 57-91.

Wagner, Helmut [1998]. Central Banking in Transition Countries, *IMF Working Paper 98/126*, International Monetary Fund, Washington.

Worrell, DeLisle [2000]. Monetary and Fiscal Coordination in Small Open Economies, *IMF Working Paper 00/56*, International Monetary Fund, Washington.

## Приложение

### Финансирование правительства центральными банками

	Кредиты для поддержки ликвидности	Прямое кредитование	Покупка облигаций на первичном рынке	Покупка облигаций на вторичном рынке
Китай	Запрещено законом	Запрещено законом	Запрещено законом	Разрешено
Индия	Ограничено, банковская ставка +2%	Краткосрочное	Разрешено	Разрешено
Индонезия	Запрещено законом	Запрещено законом	Запрещено законом	Разрешено
Корея	Разрешено	Ограниченное количество, по ставкам, устанавливаемым ЦБ*	Разрешено	Разрешено
Малайзия	Разрешено	Ограниченное количество, на краткосрочной основе	Разрешено	Разрешено
Бразилия	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией	Разрешено
Чили	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией
Мексика	Обязательно, ограничено рыночной ставкой	Запрещено законом	Запрещено законом	Разрешено
Перу	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией	Запрещено конституцией	Ограничено
Чехия	Ограничено законом	Ограничено законом	Ограниченное количество	Только краткосрочное
Венгрия	Запрещено законом	Запрещено законом	Ограниченное количество	Ограниченное количество
Россия	Запрещено законом	Запрещено законом	Запрещено законом	
Израиль		Ограниченное количество, на краткосрочной основе	Запрещено	Разрешено
Турция	Запрещено законом	Запрещено законом	Запрещено законом	Разрешено
Канада	Ограниченное количество	Ограниченное количество, по рыночным процентным ставкам	Разрешено	Разрешено
Еврозона	Запрещено законом	Запрещено законом	Запрещено законом	Разрешено
Япония	Запрещено законом	Ограниченное количество	Разрешено	Разрешено
Великобритания	Ограниченное количество	Запрещено МД**	Запрещено МД	Разрешено
США	Запрещено законом	Запрещено законом	Запрещено законом	Разрешено

\*ЦБ – центральный банк, \*\*МД – Маастрихтский договор.

Source: BIS [2003], p.79.