

Токтосунова Ч.Т.

ДЕНЕЖНАЯ ЭМИССИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ ВНЕШНИМ ДОЛГОМ

Ch. T. Toktosunova

MONETARY ISSUE AS INSTRUMENT OF MANAGEMENT OF AN EXTERNAL DEBT

УДК:33/002

В данной статье рассматриваются денежная эмиссия как инструмент управления внешним долгом.

This article describes monetary issue as instrument of management of an external debt.

Известно, что инфляция выполняет следующие фискальные функции. Во-первых, она обеспечивает прямое или косвенное финансирование бюджетного дефицита или реальные доходы государства в форме инфляционного налога (сеньоража). Во-вторых, благодаря инфляции достигается прирост номинальных поступлений от регулярных налогов, что дает фискальный выигрыш при неполной индексации государственных расходов. В-третьих, инфляция обесценивает номинальную стоимость внутреннего долга. Очевидно, что к управлению номинированным в отечественной валюте долгом имеют отношение все перечисленные функции. Управление же внешним долгом допускает инфляционное финансирование выплат по обязательствам государства, но исключает возможность их инфляционного обесценения.

Классическая модель управления государственным долгом не затрагивает вопроса о связи долговой и денежно-кредитной политики. Она описывает процесс оптимального динамического налогообложения, когда с помощью заимствований и вложений в активы государство перераспределяет регулярные налоги во времени. Такая постановка правомочна, если у фискальной власти есть реальная возможность выбора налоговой нагрузки. В действительности, причем не только в переходных экономиках, уровень регулярного налогообложения вряд ли может быть объектом эффективного воздействия со стороны фискальной власти. Это, скорее, показатель, который характеризует политико-экономическое равновесие, определяемое действием механизмов общественного выбора, либо являющееся результатом игры групп лоббистских интересов. В значительной мере подобное относится и к формированию уровня государственных расходов. Поэтому уровень налоговой нагрузки лишь с большой степенью условности можно рассматривать в качестве инструмента макроэкономической политики государства.

В этой связи более адекватной представляется постановка задачи управления долгом, в которой экзогенно задана последовательность показателей бюджетного профицита. При этом государство выбирает политику долговой эмиссии, допускающую

инфляционное финансирование дефицита, но минимизирующую долговременные потери от инфляции.

Такой подход к анализу управления государственным долгом акцентирует внимание на взаимосвязи инфляции и долга. Мы абстрагируемся от проблемы выбора временной и валютной структуры долга, поэтому можем рассматривать денежную эмиссию как основной инструмент фискальной политики. Если не принимать в расчет другие направления инфляционной экспансии, например, попытки стимулирования производства или поддержку банковского сектора, то такой подход к инфляции представляется правомерным.

В статическом аспекте эмиссия долга и инфляция взаимозаменяемы: при заданном дефиците бюджета увеличение заимствований уменьшает денежную эмиссию, и наоборот. Примером может служить стабилизационная попытка в России. Эмиссия государственного долга в 1995 г. позволила уменьшить инфляцию в условиях обострения налогово-бюджетного кризиса. В то же время невозможность осуществления новых заимствований во втором полугодии 1998 г. привела к инфляционному скачку. В динамике связь между эмиссией долга и эмиссией денежной массы сложнее, она отражает в значительной мере взаимодополняемость инфляции и государственного долга.

Интересный взгляд на взаимосвязь динамики инфляции и государственного долга предлагает так называемая **фискальная теория инфляции**. Суть этой теории заключается в том, что уровень цен выравнивается в каждом периоде времени номинальные обязательства государства и ожидаемый реальный поток бюджетного профицита.

При этом долг зависит от текущего и будущих уровней цен, так как их соотношения определяют цены облигаций с различными сроками до погашения.

В неявной форме фискальная теория инфляции соотносит номинальные обязательства государства с его реальными активами. Ожидаемый профицит бюджета отражает реальную отдачу от активов государства, включая его способность обеспечивать будущие налоговые поступления. Поэтому уровень инфляции определяется на основе обеспеченности номинальных обязательств государства его реальными активами.

Слабость данной теории заключается в том, что государственный долг может быть номинирован в иностранной валюте (либо индексирован относи-

тельно инфляции). В таком случае фискальная теория не может объяснить уровень цен, так как необходимо задавать экзогенную динамику номинального курса национальной валюты. Но тогда номинальные переменные оказываются необъясненными в рамках модели, претендующей на их описание.

Для нас эти изъяны фискальной теории инфляции имеют существенное значение, так как мы рассматриваем управление внешним долгом государства. В данной статье речь идет о следующей ситуации. Имеется базовый внешний долг, по которому государство обязуется осуществлять основные и процентные платежи в рамках конечного временного периода. При этом задан график его обслуживания и погашения, который предполагается выполнить без проведения реструктуризации или объявления дефолта. Задача государства заключается, во-первых, в том, чтобы обеспечить на заданном временном интервале все платежи при минимальной инфляционной нагрузке на экономику. Размеры выплат по графику варьируют по годам, однако они известны с самого начала. Во-вторых, необходимо обеспечить к концу заданного периода, скажем к 2013 или 2015 г., определенное соотношение долга и ВВП. Второе требование отражает долговременную целевую установку государства в отношении долговой политики, отвечающую допустимому уровню долговой нагрузки на экономику.

Если государство не может делать дополнительных заимствований для обеспечения выплат по базовому долгу, то размер денежной эмиссии определяется текущим дефицитом бюджета, а не целевой установкой по снижению долговой нагрузки. Если же власти могут прибегать к дополнительным заимствованиям на внешнем рынке, то оптимальный размер эмиссии в каждом периоде должен зависеть от долговременной целевой установки на сокращение долговых обязательств. В таком случае важно не только обеспечить минимальные размеры денежной эмиссии, но и учитывать ограничение на новые заимствования, вытекающее из долговременной цели. *Этим обстоятельством обусловлена взаимная дополняемость долговой и денежной экспансии: при оптимальной политике управления долгом увеличение заимствований должно сопровождаться определенным инфляционным финансированием бюджетного дефицита.*

Взаимосвязь внешнего долга и денежной эмиссии в долговременном аспекте.

Этот вопрос важен не только с теоретической точки зрения. В ситуации долгового кризиса инфляционное финансирование дефицита может быть необходимо, с одной стороны, для обеспечения выплат по базовому долгу, а с другой - для реализации целевой установки на определенный уровень долговой нагрузки (терминального долга). С

точки зрения рассмотренной здесь модели режим инфляционного финансирования означает ситуацию, когда терминальное ограничение на дополнительные заимствования является связывающим.

В то же время, чтобы не допустить усиления инфляционных "аппетитов" правительства, необходимо, во-первых, определить границу экономически безопасной инфляции (25-30% в год). Во-вторых, следует изначально задать максимально допустимый прирост денежной базы в процентах ВВП (с учетом прогнозируемой динамики скорости денежного обращения). Обозначенный таким образом верхний предел эмиссионного финансирования мог бы стать одним из ключевых параметров, например, при разработке долгосрочной программы выхода Кыргызстана из долгового кризиса. Выбор целевой установки по долгу должен на практике согласовываться с данной величиной.

Как показывает формальный анализ задачи управления долгом, оптимальная денежная эмиссия определяется как разность ожидаемого потока дефицита и приведенного терминального долга. Соответственно, чем более жесткие требования предъявляются к долговременной долговой нагрузке на экономику, тем выше должен быть размер сеньората в каждом периоде. Принципиальный вывод заключается в том, что при доступности новых заимствований оптимальный уровень инфляции устанавливается исходя из долговременных стратегических ограничений, а не диктуется текущими потребностями бюджета.

Это означает, что различные сдвиги в структуре расходов и доходов бюджета могут иметь разные последствия. Например, увеличение бюджетных расходов, вызванное непредвиденными событиями, может не иметь последствий. Снижение доходов из-за падения цен на продукцию экспорта зависит от того, насколько инерционен ценовой шок. В то же время, увеличение или снижение налогов, например, благодаря изменениям в налоговом кодексе должно, скорее всего, иметь долговременные последствия. В связи с этим решение о переходе к эмиссионному финансированию должно носить стратегический характер. При благоприятной текущей ситуации такие действия оправданы, только если с большой вероятностью ожидается долговременное ухудшение финансового положения государства.

Изменение чистых активов правительства зависит от ожидаемой корреляции между отношением реального процента к темпу роста экономики, с одной стороны, и бюджетным дефицитом, с другой стороны. Указанное отношение является индикатором негативных тенденций в экономическом развитии. Положительная и отрицательная корреляция отношения процент/рост и дефицита интерпретируются в терминах про- и антициклической фискальной политики.

Антициклическая политика означает, что если, например, экономическая ситуация ухудшается, то есть отношение процент/рост возрастает, то первичный дефицит уменьшается.

При проциклической политике эти показатели изменяются в противоположных направлениях: ухудшение экономической ситуации влечет расширение экспансии либо снижение налогового бремени. Как показывает анализ, ожидание в будущем антициклической фискальной политики должно, при прочих равных, снижать прирост чистых активов. Наоборот, ожидания проциклической политики ускоряют их накопление.

Еще одним важным требованием к оптимальному режиму инфляционного финансирования долговых выплат является условие стабильности. Формально оно выражается как сглаживание размеров сеньоража во времени. Однако из-за ограниченности финансовых инструментов для

страхования потоков выплат по долгу изначально можно зафиксировать лишь ожидаемые размеры денежной эмиссии. Ее конкретный уровень зависит от непредсказуемых факторов и варьируется во времени. Это связано с тем, что сохраняется неопределенность динамики реального курса рубля и первичного профицита.

В перспективе фискальная власть может принять меры к снижению фактора неопределенности и устранению колебаний сеньоража, используя различные схемы страхования долговых выплат в реальном или долларом выражении.

Литература

1. Н. Гаврилова. К вопросу о государственном долге // Экономист № 9, 2003.
2. Вавилов А.П. Государственный долг. Уроки кризиса и принципы управления. – М.: Терра, 2003.
3. www.imf.org

Рецензент: д.э.н. Асизбаев Р.Э.