

УДК 336.27; 336.7

**КООРДИНАЦИЯ МОНЕТАРНО-ФИСКАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ  
КАК ИНСТРУМЕНТ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ****О.С. ДЕРЕВКО***(Академия финансового управления, Киев)*

*Рассмотрены причинно-следственные связи событий на финансовом рынке, которые стали причиной глобального финансово-экономического кризиса 2007–2009 годов. Показано, что отсутствие надлежащего монетарно-фискального регулирования обусловило появление новых производных финансовых инструментов, которые существенно увеличили риски на финансовом рынке. Конечным звеном финансового кризиса стало беспрецедентное наращивание государственного долга в большинстве стран мира и в частности ЕС. Вследствие решений правительств частный долг, созданный финансовыми учреждениями как результат непомерных стремлений к прибыли, стал общественным. Проведена систематизация объектов монетарно-фискальной координации как важного инструмента изменения государственной долговой политики, проанализированы возможности осуществления последней.*

**Ключевые слова:** *финансовый рынок, долговая политика, финансово-экономический кризис, монетарно-фискальная координация.*

Глобальный финансово-экономический кризис 2007–2009 годов выявил глубокие противоречия в развитии как глобальной, так и многих национальных финансовых систем. Стало понятно, что для развивающихся стран, которые не имеют собственной резервной валюты, в частности Украины, большое значение имеет детальный, эффективный мониторинг экономических и финансовых процессов в государствах – лидерах современной глобальной экономики, таких как США, страны ЕС, Китай. Ведь посредством открытости национальных экономик в кризисных условиях, прежде всего, возникает угроза реализации валютных рисков, девальвации национальной валюты с последующим потрясениями во всей системе хозяйственно-экономических балансов и проектированием их на сферу государственных финансов.

Представители мировой экономической науки, тщательно проанализировав события 2008–2009 годов, определили причины финансово-экономического кризиса. Так, исследования Дж. Стиглица [7] и Н. Рубини [5] показали, что система финансовых регуляторов ведущих странах мира не обеспечила контроль всех сегментов финансового рынка (оказалось, что некоторые из них не перекрывались действиями ни одного регулятора) и способствовала созданию таких современных финансовых инструментов, а также экономических стимулов и компенсаций в финансовой сфере, которые сделали возможным формирование финансовыми менеджерами и инвесторами чрезмерных рисков на фоне общего отсутствия ответственности. Одной из причин стали просчеты финансовых регуляторов США. Регулирование американского финансового рынка в начале 2000-х годов происходило на основании положений Вашингтонского консенсуса, которые декларировали следующее [7]:

- рыночный механизм обеспечивает наиболее совершенную конкуренцию; при отсутствии внешних воздействий все частные и общественные потери и доходы правильно отображаются рыночными ценами;
- рынки свободно функционируют, не представляют угрозы для безопасности национальной экономики; «деструктивная» конкуренция отсутствует;
- расходы на информацию, присущие рыночной среде, являются сравнительно невысокими и не оказывают существенного влияния на функционирование рынка.

Федеральная резервная система (ФРС), которая является главным регулятором США, придерживалась именно такой позиции, по убеждению ее председателя А. Гриспена, рынки обладают исчерпывающей информацией и никогда не ошибаются. Практически накануне кризиса он утверждал: «Кредиторы сегодня могут довольно точно оценивать риски при выдаче кредита конкретному заявителю и должным образом установить цену этих рисков» [7]. Такой подход привел в середине 1990-х годов к отмене закона Гласа – Стиголла, который предусматривал обязательное отделение регулятором коммерческих (прием депозитов, выдача кредитов) и инвестиционных (выпуск, продажа и покупка ценных бумаг) банков. Следующим шагом было предоставление разрешения коммерческим банкам получать 25% общей прибыли от операций с ценными бумагами. После этого в компетенции коммерческого банка были объединены классическое банковское дело, предоставление страховых услуг, торговля ценными бумагами и другие финансовые услуги. В дальнейшем пять крупнейших инвестиционных банков США добились от своего регулятора – Комиссии по ценным бумагам и биржам – заметного снижения уровня обязательных резервов. Освободившиеся средства были направлены на финансовый рынок, при этом рычаг «стоимость активов к собственному капиталу» был доведен до уровня 25:1, тогда как для коммерческих банков это соотношение не превышало 12,5:1 [7].

Известные рейтинговые агентства «Fitch», «Moody's», «Standart & Poor's» должны были стать барьером для распространения этих трансформаций. Однако этого не произошло, возможно, из-за методологических сложностей при оценке вероятности дефолта учреждений, которые начали массово применять технологии секьюритизации, или посредством привлечения представителей этих агентств в качестве экспертов для проведения платных консультаций относительно того, каким образом правильно формировать пакеты ценных бумаг, чтобы их риск был минимальным.

Еще одной причиной просчетов в финансовом регулировании США стала сама система организации надзора. На уровне штата финансовые учреждения имеют право выбрать такого регулятора для себя. Поскольку «строгие» регуляторы рисковали остаться без работы, они были вынуждены идти на уступки финансовым учреждениям и рассматривать спорные моменты менее тщательно.

Таким образом, сложилась ситуация, когда банки, регулируемые ФРС и отдающие часть своей свободы (их риски, а значит и величина прибыли ограничивались путем установления многих нормативов) в обмен на возможную поддержку в случае неблагоприятной экономической ситуации, получили возможность вкладывать средства в более рискованные активы посредством связанных финансовых учреждений (страховые, инвестиционные компании и т.д.). Последние применяли финансовые инновационные технологии секьюритизации, при этом высокоавторитетные рейтинговые агентства гарантировали покупателям «безрисковый» доход. Соответственно, многие иностранные инвесторы из таких стран, как Китай, Япония, Германия, направляли свои средства в США и выкупали секьюритизированные пакеты ценных бумаг.

Важным фактором возникновения кризиса стали финансовые инновации в США. «Пузырь», который привел к падению американского рынка в 2007 году, а впоследствии распространившийся и на весь мир, начал формироваться именно в сфере финансовых инноваций. В 1970-х годах правительственной национальной ипотечной ассоциацией (Ginnie Mae) были созданы первые ипотечные ценные бумаги. Изобретение финансистов ассоциации было гениальным, и вот почему. Обычно это учреждение собирало закладные документы, на основе которых домовладельцы должны были платить основную сумму долга и соответствующие проценты в течение многих лет. Эти закладные документы финансовыми конструкторами были объединены и трансформированы в облигации, которые предложили инвесторам. Те из них, кто покупал такие облигации, получали право на часть дохода по выплатам, осуществляемым многочисленными домовладельцами в процессе погашения своих обязательств. Выгода финансистов Ginnie Mae заключалась в том, что они получали средства авансом вместо того, чтобы 30 лет собирать платежи.

Их изобретением воспользовались многие другие финансовые учреждения. Малоликвидные ипотечные закладные превращались в ликвидные облигации, которые обращались на финансовом рынке. Поскольку цены на жилье в США были стабильными, и даже неуклонно росли, распространилось мнение, что они никогда не будут падать. Поэтому указанные ценные бумаги, особенно в начале 2000-х годов, пользовались популярностью у инвесторов со всего мира. Пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные банки с помощью таких ценных бумаг диверсифицировали свои риски.

Однако на этом изобретательство не прекратилось, поскольку финансовые конструкторы произвели закладные с фиксированным процентом, амортизационные кредиты с отрицательной ставкой, ипотечные кредиты с плавающей ставкой и другие финансовые инновации. На основании таких ценных бумаг создавались другие производные ценные бумаги, в том числе кредитно-дефолтные свопы, позволяющие получать высокие прибыли и премии (так называемая секьюритизация). Главным недостатком всех этих производных ценных бумаг было то, что их эмитенты не заботились об оценке вероятности реального получения дохода по ним. Такие бумаги имели целью продажу трансформированных в ценные бумаги сомнительных кредитов и очистки от них балансов компаний-эмитентов. Следствием финансовых инноваций стали другие производные ценные бумаги, обеспеченные ипотечными (СМО), долговыми (CDO) или кредитными (CLO) обязательствами.

Наряду с недостаточно эффективной работой финансовых регуляторов, не предотвративших чрезмерное творчество финансовых конструкторов по созданию производных ценных бумаг, риски которых оценить достаточно трудно, еще одним фактором разворачивания кризиса стало отсутствие у участников рынка системы морального удержания [1; 5; 7].

Акционеры финансовых учреждений приветствовали высокорисковые ценные бумаги, поскольку в основном такая игра трейдеров срабатывала и приносила большие прибыли. В случае неудачи акционер мог потерять часть своей собственности в компании, однако финансисты-управленцы рисковали привлеченным средствам других людей, поэтому акционеры считали, что такая игра имеет право на существование.

Владельцы депозитов толерантны относились к финансовым инновациям, ведь в случае сбоев на финансовом рынке они были защищены системой страхования вкладов, которая достаточно четко функционирует в США. В свою очередь, кредиторы по необеспеченным займам тоже не препятствовали проведению рискованных операций, поскольку имели такие же права, как и владельцы депозитов.

Относительно самих создателей процесса на финансовом рынке следует отметить, что ипотечный брокер, который передавал банку договор займа, предоставленного им заемщику под залог недвижимости на основании недостоверных данных, не нес никакой ответственности, поскольку риски залога переходили на

следующий уровень. Служащие финансовых компаний получали высокие бонусы, которые затем трансформировались в их большие доходы от объемов проведенных операций, поэтому их основная задача состояла в обеспечении этого объема. Топ-менеджеры даже при условии краха компании не несли за это ответственность, а в случае их увольнения, была предусмотрена система «золотого парашюта» и немалых выходных выплат.

Исходя из изложенного, финансовый рынок был подготовлен к тому, чтобы поддержать распространение кризиса в случае его начала. Этим началом стало падение цен на жилье в США, когда они превысили всякие разумные пределы.

По классификации процесса глобального кризиса А. Домбрета [10], кризис субстандартных ипотек, который поразил в 2007 году американский рынок недвижимости, был только первым его этапом. Второй, характеризовался потерей доверия к финансовой системе США и глобальной финансовой системе после банкротства 15 сентября 2008 года американского инвестиционного банка «Lehman Brothers». Третьим этапом по этой классификации стал кризис суверенного долга европейских стран, который начался в Греции в 2010 году и сначала воспринимался как проблема «периферии еврозоны», четвертым – долговой кризис на фоне продолжающегося мирового финансового кризиса, который достаточно рельефно проявился в странах еврозоны.

Главный вывод, к которому пришел ряд исследователей, состоит в том, что кризис разоблачил уязвимые звенья финансового управления. Первый и второй его этапы были обусловлены недостаточно сильной монетарной политикой (с ненадлежащим регулированием банковской деятельности на втором этапе), на третьем этапе на фоне рецессии и экономического спада слабой оказалась бюджетная политика, на четвертом – бюджетная дисциплина в сочетании с низким уровнем управления государственным долгом [3].

Этот вывод подтверждается основными действиями правительства США в период активного противодействия кризиса и в ближайший посткризисный период: *предоставление* слишком краткосрочных (24- и 84-дневных) кредитов банкам и инвестиционным компаниям, которые инвестировали значительные суммы в производные ценные бумаги, связанные с ипотекой; *приобретение* проблемных активов на общую сумму более 1 млрд долл.; *стимулирование* потребительского кредитования путем создания специального фонда «Term Asset Backed Securities Lending Facility» (TALF); *смягчение* монетарной политики путем снижения базовой процентной ставки с 3,5% до целевого диапазона в пределах 0–0,25%; *рекапитализация* девяти банков (в частности, «Citigroup», «J. P. Morgan», «Goldman Sachs», «Morgan Stanley») путем приобретения государством их привилегированных акций за счет роста государственного долга; другие. Такие действия позволили преодолеть острую фазу кризиса в США, но выявленные им несоответствия требуют кропотливой и системной работы.

На основании анализа течения кризиса Дж. Стиглиц [7] и Н. Рубини [5] сделали ряд выводов о выбранных направлениях трансформации современной финансовой системы, которые частично учтены в законе Додда – Франка (США), вступившем в силу в 2010 году:

1) необходимо создание или единого регулятора (мегарегулятора), или жесткой выверенной системы взаимодействия нескольких регуляторов финансового рынка главным образом с целью устранения неконтролируемых сегментов последнего. Необходимо перейти к рискоориентированному (пруденциальному) надзору. В упомянутом законе идет речь о Совете ФРС, консультативном органе, который проводит мониторинг финансовой системы и согласовывает принятие соответствующих решений со стороны ФРС;

2) компании, позиционирующие себя как системные (too big to fail) и угрожающие в случае дефолта всей финансовой системе, должны быть уменьшены в размерах или волевым решением регулятора, или путем установления нормативов, которые сделают существование таких компаний нецелесообразным. Законом расширены полномочия правительства при работе с банками, в частности с теми, которые оказались в кризисной ситуации;

3) система страхования вкладов должна касаться только коммерческих банков, ведь они контролируются многочисленными нормативами, которые предотвращают высокие риски. Другие финансовые учреждения могут рисковать, но под собственную ответственность. В законе речь идет о создании мощной, самостоятельной организации по безопасности финансовых инструментов (Бюро по финансовой защите потребителей). Введено ограничение на использование деривативов с помощью стандартизации контрактов, при этом реализация первых разрешена исключительно посредством применения соответствующих электронных платформ;

4) размер кредитных рычагов в финансовых учреждениях должен устанавливаться в абсолютном измерении, а не «в зависимости от уровня риска». Это правило распространяется и на банковский капитал, и резервную ликвидность. Законом предусмотрен механизм ограничения принятия чрезмерно высоких рисков – в спекулятивной торговле финансовыми учреждениями можно использовать только собственный капитал;

5) требования по вознаграждению топ-менеджеров финансовых компаний должны быть пересмотрены. Они не имеют права на существование без привязки к результатам деятельности компании;

6) при государственном регулировании деятельности финансовой системы правительство пользуется принципами достаточности, ответственности, прозрачности. В кризисные моменты оно должно спа-

сать вкладчиков, но это не значит, что надо дополнительно использовать средства налогоплательщиков для помощи акционерам (собственникам банков). При сохранении процедуры финансовая организация (банк) сохраняется, однако новыми акционерами становятся держатели долговых обязательств.

С целью оздоровления банковской системы государство нередко скупало «плохие» активы банков за счет средств налогоплательщиков. Правительство взяло на себя роль «носителя риска последней инстанции», частный долг стал общественным. Но здесь более целесообразно использовать принцип ответственности – «платит загрязнитель», поэтому следует ввести дополнительное налогообложение банков-«загрязнителей» (что наиболее приемлемо), которые генерируют «плохие» активы, чем сбережений или трудовых доходов. Кроме того, регулирование должно быть более прозрачным. Кризис показал, что при спасении банков правительственные финансовые менеджеры были не совсем честными с налогоплательщиками: они потратили на это из бюджета сотни миллиардов долларов, и при этом налогоплательщики не получили право знать, на что именно идут их средства, а также возможности влиять на процесс принятия решений банками относительно дальнейшего использования своих денег;

7) помощь МВФ странам, которые за ней обратились, достаточно часто оказывалась неэффективной для них. Фонд предоставлял средства, но выдвигал жесткие условия, выполнение которых часто приводило к тому, что экономическое положение стран только ухудшалось. Эти условия разрабатывались преимущественно для того, чтобы западные кредиторы могли вернуть свои средства в большем размере, а не с целью стабилизации ситуации в странах, которые пострадали.

Как отмечалось, глобальные кризисные явления в финансовом секторе регулировались правительствами разных стран за счет средств бюджета и налогоплательщиков. Это существенно повлияло на ситуацию в сфере государственных финансов, главным образом привело к росту долговой нагрузки. На рисунке 1 показана динамика изменения долговой нагрузки в отдельных странах Европейского Союза в течение 2009–2015 годов. Заметно, что рост долговой нагрузки является общей тенденцией: для стран еврозоны (19 членов), он составил 13% ВВП (увеличился с 78 до 91% ВВП); для 28 государств ЕС – 12% ВВП (с 73 до 85% ВВП).

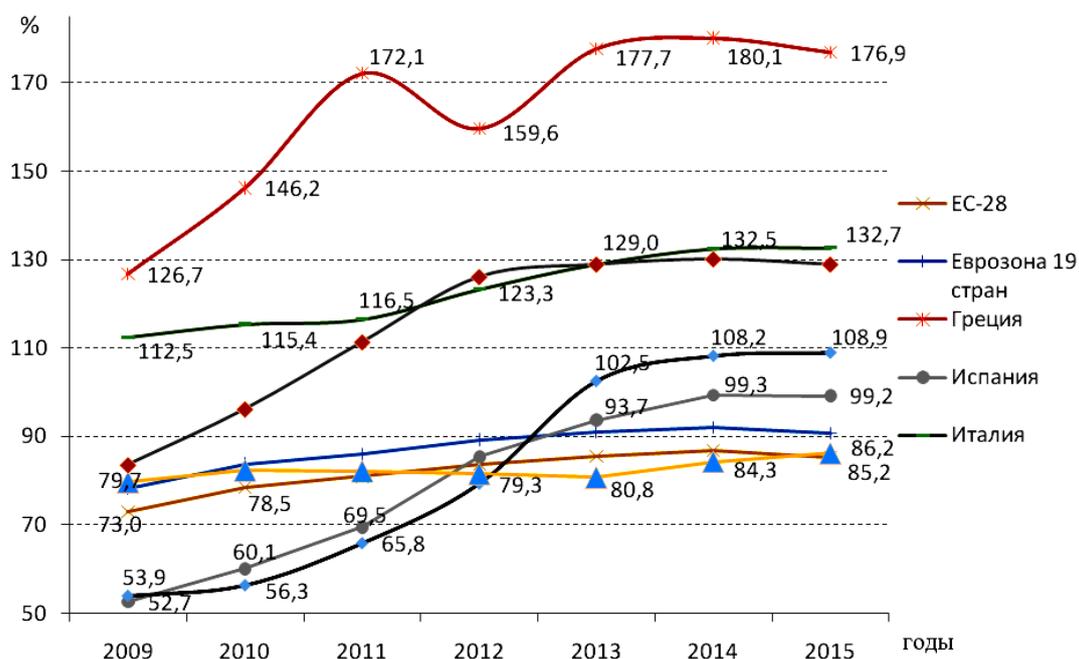


Рисунок 1. – Динамика государственного долга в отдельных странах ЕС, % ВВП

Источник: Евростат [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

Следует отметить, что основной проблемой стало взаимодействие центрального банка и министерства финансов с целью координации как денежно-кредитной, так и фискальной политики. Последняя представляет собой совокупность мер правительства по синхронизированному управлению доходами и расходами государства, а следовательно, связана с регулированием дефицита бюджета, влияет на состояние государственного долга, за который обычно отвечает министерство финансов. Долговая политика формируется на основании анализа и планирования мероприятий по противодействию долговым рискам.

Из рисунка 1 видно, что во многих странах правительство в лице финансового ведомства не обращало должного внимания на актуальные риски со стороны финансовой системы, которые в дальнейшем

реализовывались и привели к увеличению долговой нагрузки. Центральные банки тоже не считали опасными отдельные риски, о природе которых говорилось выше, что в итоге привело к существенному росту такой нагрузки. Странами-лидерами по наращиванию государственного долга стали: Кипр (прирост 55% ВВП), Греция (50%), Испания (46%), Португалия (45% ВВП). Наибольшую долговую нагрузку среди стран ЕС в 2015 году зафиксировано в Греции (177% ВВП), Португалии (129%), на Кипре (109% ВВП).

Как следствие, выросли расходы на обслуживание долга, возникла необходимость в поиске на финансовых рынках гораздо больших средств для погашения долга. Это формирует дополнительную нагрузку на бюджет, сужает возможности социально-экономического развития и требует жестких мер по сокращению дефицита бюджета. Реакцией на такую ситуацию стало создание Европейского совета по системным рискам, который начал свою работу с 2012 года. Он координирует политику бюджетных ограничений для обеспечения стабильности евро и отвечает за макропруденциальный надзор всей финансовой системы ЕС.

Существует ряд теоретических исследований по координации монетарной и фискальной политик. В частности, М. Вудфордом [12] смоделирован уровень ставок по кредитам с учетом важной роли фискальной политики при их формировании. Здесь принимается во внимание влияние невыплаченного номинального долга правительства на изменение уровня цен на деньги. Зависимость ставок налогов и процентной ставки от степени активности денежной или фискальной политик Е. Липер обосновывает на моделях [11]. Он доказывает, что способ финансирования государственного долга целесообразно планировать с учетом особенностей взаимодействия денежной и фискальной политик. Динамика объема государственного долга зависит от успешности координированного проведения фискальной и денежной политик. В случае активной денежной и пассивной фискальной политик осуществляется таргетирование номинальных процентных ставок; денежная политика проводится без учета изменения государственного долга, обеспечение бюджетного баланса осуществляется средствами фискальной политики. В случае же активной фискальной и пассивной денежной политик первая проводится без реагирования на изменение задолженности; баланс бюджета достигается путем сеньоража. Если же фискальная и денежная политики активны одновременно, они осуществляются независимо от изменений в объеме государственного долга. В этом случае денежное предложение формируется с учетом необходимости обслуживания имеющегося государственного долга.

Специалисты МВФ указывают на приоритеты в монетарной политике, которые при формировании должны учитывать центральные банки [13]. Это учет результатов макропруденциального анализа в рамках единой государственной финансовой политики, которая охватывает и долговую политику; совершенствование управления ликвидностью банковской системы и контроля деятельности всех финансовых учреждений – потенциальных получателей рефинансирования от центрального банка.

На фоне посткризисной трансформации макрофинансового управления правительствами многих стран были пересмотрены цели и задачи денежно-кредитной политики. В частности, к задачам центральных банков теперь включено обеспечение финансовой и макроэкономической стабильности, что требует расширения инструментария денежно-кредитной политики, а также полномочий таких банков. Стратегически они должны обеспечить выверенную процентную политику, которая позволит содержать на должном уровне активность субъектов экономической деятельности и, соответственно, обеспечивать прирост реального ВВП. Как следствие, будут расти доходы бюджета, будет стабилизироваться (или даже уменьшаться) его дефицит, а следовательно и государственный долг.

Реализация стратегических целей координации денежно-кредитной и фискальной политик может быть осуществлена на основании единства функционального и институционального подходов [3]. Первый подход предусматривает, что стратегические решения принимаются в результате взаимодействия соответствующих государственных органов, в компетенцию которых входит выполнение определенных задач и функций в целях достижения поставленных целей. Второй подход предусматривает создание дополнительных правил, нормативно-правовой регламентации деятельности соответствующих государственных органов, обеспечивающих такую координацию.

В рамках этих подходов могут использоваться гибкие режимы таргетирования инфляции, когда центральный банк обеспечивает целевой показатель инфляции не в годовом горизонте, а в среднесрочной перспективе. В то же время правительство сосредотачивается на совершенствовании и реформировании бюджетной и налоговой систем.

Следует отметить, что содержание координации денежно-кредитной и фискальной политик заключается во взаимодополнении действия инструментов и методов, которые используются для управления уровнем инфляции, дефицита государственного бюджета и обеспечения устойчивости государственного долга [4]. Обычно инструменты денежно-кредитной политики являются действенными в краткосрочном периоде, тогда как бюджетно-налоговым инструментам присущ длительный эффект, поскольку направлены на обеспечение устойчивого экономического роста и сбалансированности государственного бюджета.

Государственные ценные бумаги являются основным инструментом, который устанавливает связь между операциями, определяют, с одной стороны, денежно-кредитную, с другой – фискальную политику. В частности, продажа облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ) является источником доходов банков, такие ценные бумаги используются в операциях их рефинансирования центральным банком, в то же время для министерства финансов они являются средством покрытия дефицита государст-

венного бюджета. Поскольку государство выступает в качестве надежного заемщика, доходность ОВГЗ является ориентиром для рынка по определению цен других финансовых активов. Вместе с тем при резком увеличении дефицита бюджета и финансировании его за счет ОВГЗ возникает эффект «вытеснения», при котором уменьшается объем денег в частном секторе, повышаются процентные ставки, сокращается размер инвестиций. То есть существует определенный предел указанного способа финансирования бюджетного дефицита, превышение которого приводит к падению темпов экономического развития.

Необходимо также учитывать так называемые квазифискальные операции, проводимые предприятиями, учреждениями, в том числе финансовыми, по поручению правительства. Согласно подходу МВФ, есть несколько видов квазифискальных операций, относящихся к финансовой системе: *субсидируемые кредитования* (предоставление кредитов по заниженным ставкам); *обязательные резервы*, проценты по которым начисляются по сниженной ставке; *верхние пределы для кредитов*; *операции по предоставлению экстренной финансовой помощи* [9].

Центральные банки также часто совершают квазифискальные операции при регулировании деятельности как финансовой системы, в частности в случае выдачи льготных займов и целевых кредитов, так и валютной – при установлении множественного валютного курса и импортного депозита. Такие меры обычно согласуются с правительством и используются вместо прямой бюджетной поддержки, поскольку имеют почти аналогичный экономический эффект. Вместе с тем они влияют на операционный баланс центрального банка, поэтому должны быть учтены при анализе общего финансового состояния страны. Следует отметить, что квазифискальные операции нередко приводят к увеличению инфляции, что затрудняет управление монетарными инструментами, ухудшает состояние денежного рынка. При условии применения таких операций для покрытия дефицита бюджета задолженность правительства по государственным ценным бумагам перед центральным банком обычно растет.

На рисунке 2 приведена обобщенная схема, указывающая место и зависимость государственной долговой политики от системы монетарно-фискальной координации.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ДОЛГОВАЯ ПОЛИТИКА		
Сфера монетарного регулирования	Средства монетарно-фискальной координации	Сфера фискального регулирования
Операции на открытом рынке (в том числе купля/продажа ОВГЗ)	Разработка методологии оценки системных рисков функционирования финансовой системы, организация их мониторинга	Расходы на обслуживание внутреннего государственного долга (представленного ОВГЗ)
Учетная ставка (влияние на ставку банковского кредитования)		Доходы бюджета, которые изменяются в результате повышения/понижения активности субъектов хозяйствования (изменение ставки кредитов). Капитализация государственных банков из-за их недостаточной доходности
Норма резервирования (влияние на объем денежной массы и темп инфляции)	Определение постоянно действующих органов, ответственных за монетарно-фискальную координацию	Доходы бюджета от косвенных налогов
Регулирование курса национальной валюты	Законодательное и нормативно-правовое регулирование механизмов и процедур формирования и согласования основных параметров и показателей экономической, денежно-кредитной и фискальной политик	Расходы бюджета, связанные с внешнеэкономической деятельностью. Расходы на обслуживание внешнего государственного долга. Изменение объема внешнего государственного долга
	Таргетирование инфляции	Повышение/понижение ставок налогообложения
Доходность банков и других финансовых учреждений. Изменение темпа инфляции	Фискальное таргетирование (уровень дефицита, долговой нагрузки, размер внешнего долга и т.д.)	
Изменение темпа инфляции	Определение оптимального комплекса монетарно-фискальных инструментов для обеспечения экономического роста	Корректировка объема бюджетных расходов. Изменение дефицита бюджета
	Разработка требований к обеспечению устойчивости государственного долга на основе методологии международных финансовых организаций	

Рисунок 2. – Зависимость государственной долговой политики от системы монетарно-фискальной координации

Источник: составлено автором.

Важными инструментами в сфере активного монетарного регулирования являются:

- операции на открытом рынке, в том числе покупка/ продажа ОВГЗ;
- повышение/понижение учетной ставки, которая оказывает влияние на ставку банковского кредитования;
- изменение нормы резервирования, что сказывается на объеме денежной массы и темпе инфляции;
- регулирование курса национальной валюты.

Условия покупки/продажи ОВГЗ на открытом рынке обуславливают изменение объема расходов на обслуживание внутреннего государственного долга. Регулирование же таких расходов относится к сфере бюджетной политики. Поэтому отсутствие монетарно-фискальной координации может отрицательно повлиять на сферу государственных финансов. Аналогичным образом изменение центральным банком учетной ставки будет влиять на доходы бюджета, которые варьируются вследствие повышения/снижения активности субъектов хозяйствования посредством изменения ставки кредитования. Если такие ставки высоки, количество хозяйствующих субъектов, которые обращаются за кредитами, будет уменьшаться. Поскольку это основная статья доходов банков, их поступления могут сокращаться, что будет вызывать потребность в дополнительной капитализации. Для бюджетной сферы это свидетельствует о необходимости дополнительной капитализации государственных банков. Изменение нормы резервирования центральным банком приводит к увеличению/уменьшению денежной массы и, соответственно, темпа инфляции. В таком случае меняется величина поступлений в государственный бюджет от косвенных налогов, в частности НДС и акцизов. В случае принятия мер по регулированию курса национальной валюты в бюджетной сфере корректируется объем расходов бюджета, связанных с внешнеэкономической деятельностью, обслуживанием внешнего государственного долга, а также общий размер последнего.

Активность бюджетно-налоговой политики проявляется, прежде всего, в изменениях ставок налогов, величины расходов, регулировании уровня бюджетного дефицита и других инструментов. Такие действия влияют на монетарную сферу. В частности, при повышении/понижении ставок налогов меняется доходность банков и других финансовых учреждений, а также темп инфляции, который зависит и от объема бюджетных расходов. Поскольку содержание контролируемой инфляции является одним из главных задач монетарной политики, соответствующие регуляторы должны четко координировать такие действия.

Все перечисленные меры влияют на состояние государственного и гарантированного государством долга и в случае отсутствия надлежащей координации могут привести к его неконтролируемому наращиванию. Именно это произошло во многих странах вследствие развития глобальных кризисных явлений 2007–2008 годов. Основными средствами реализации монетарно-фискальной координации являются:

- разработка методологии оценки системных рисков функционирования финансовой системы;
- организация их мониторинга;
- определение постоянно действующих органов, ответственных за такую координацию;
- законодательное и нормативно-правовое регулирование механизмов и процедур, формирование и согласование ключевых параметров и показателей экономической, денежно-кредитной и фискальной политик;
- таргетирование инфляции и фискальное (уровень дефицита, долговой нагрузки, объем внешнего долга и др.) определение оптимального комплекса монетарно-фискальных инструментов для обеспечения экономического роста;
- формулирование требований по обеспечению устойчивости государственного долга, основываясь на методологии международных финансовых организаций.

По организационным аспектам стоит отметить, что в мировой практике для координации монетарной и фискальной политик используются различные формы сотрудничества и согласования действий органов государственной власти, а именно: подписание меморандумов о сотрудничестве; создание временных комиссий или координационных комитетов, в состав которых входят представители центрального банка, регуляторов и экономических подразделений правительства [2].

На основании вышеизложенного можно сделать следующие **основные выводы**:

Глобальный финансово-экономический кризис определил недостатки монетарного и бюджетно-налогового регулирования. Системные риски функционирования финансовой системы своевременно не были идентифицированы, поэтому в итоге реализовались в соответствующие кризисные явления. Первый и второй этапы кризиса обусловлены недостаточно сильной монетарной политикой (с ненадлежащим регулированием банковской деятельности на втором этапе), на третьем этапе на фоне рецессии и экономического спада слабой оказалась бюджетная политика, на четвертом – бюджетная дисциплина в сочетании с низким уровнем управления государственным долгом.

Финансовый рынок, откуда стартовала кризис, не смог обеспечить саморегулирование, поэтому возникла необходимость в предоставлении беспрецедентной помощи банковской системе со стороны государства, в результате чего государственный долг многих стран мира, в том числе ЕС, приобрел рекордные размеры. Государство оказалась последней инстанцией, которая взяла на себя риски. Частный

долг, возникший из-за склонности финансовых учреждений к высоким рискам, стал общественным долгом, долгом налогоплательщиков.

Посткризисный анализ, проведенный известными экономистами, показал, что государственную долговую политику нельзя рассматривать обособленно, поскольку координация монетарно-фискального регулирования является одним из ее средств. Без соответствующей координации определенные долгообразующие риски становятся неконтролируемыми и могут реализоваться, как и в 2007–2008 годах.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Лондар, С.Л. Державна боргова політика України в контексті досвіду постсоціалістичних країн – членів ЄС / С.Л. Лондар, О.С. Лондар ; за ред. В.М. Федосова. – Біла Церква : Видавець О.В. Пшонківський, 2016. – 242 с.
2. Мищенко С.В. Современные подходы к реализации монетарной политики и регулированию финансовых систем / С.В. Мищенко // Изв. С.-Петерб. гос. ун-та экономики и финансов. – 2011. – № 3 (69). – С. 12–20.
3. Науменкова С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики / С. Науменкова, С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 5. – С. 13–21.
4. Пекарский С.Э. Взаимодействие фискальной и монетарной политики в экспортоориентированной экономике / С.Э. Пекарский, М.А. Атаманчук, С.А. Мерзляков. – М. : ГУ ВШЭ, 2007. – 80 с. – (Препринт / ГУ ВШЭ ; WP12/2007/02).
5. Рубини Н. Как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, М. Стивен ; пер. с англ. В.В. Ильина. – М. : Эксмо, 2011. – 384 с.
6. Руководство по обеспечению прозрачности в бюджетно-налоговой сфере. 2007 г. / Междунар. валютный фонд [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/rus/manualr.pdf>.
7. Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Стиглиц ; пер. с англ. В. Лопатки. – М. : Эксмо, 2011. – 512 с.
8. Улюкаев А.В. Перспективы макроэкономического развития и среднесрочные задачи Банка России / А.В. Улюкаев // Деньги и кредит. – 2012. – № 1. – С. 6–8.
9. Code of Good Practices on Fiscal Transparency / International Monetary Fund [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/051507c.pdf>.
10. Europe's sovereign debt crisis – causes and possible solutions : Speech by Dr. Andreas Dombret, Member of the Executive Board of the Deutsche Bundesbank, to the Deutsche Alumni; Frankfurt am Main. – 2011. – 20 Dec. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bis.org/review>.
11. Leeper E. What does monetary policy do? / E. Leeper, C. Sims, T. Zha // Brookings Papers on Economic Activity. – 1996. – No. 2. – P. 1–63.
12. Woodford, M. Fiscal Requirements for Price Stability / M. Woodford. – NBER Working Paper. – 2001. – No. 8072. – P. 78.
13. World Economic and Financial Surveys. Fiscal Monitor. Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks [Электронный ресурс] / International Monetary Fund. – 2011. – Sept. – 79 p. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2011/02>.

Поступила 04.10.2016

#### COORDINATION OF MONETARY AND FISCAL REGULATION AS A FACTOR OF STATE DEBT POLICY

**O. DEREVKO**

*Causal relationships of events in the financial market that caused the global financial and economic crisis of 2007–2009 are examined. It is shown that the absence of a proper monetary and fiscal adjustment had led to the emergence of new financial derivatives, which significantly increased the risks in the financial market. The final link of the financial crisis was an unprecedented build-up of public debt in most countries, and in EU in particular. Because of government decisions private debt created by financial institutions as a result of excessive pursuit of profit became public. The systematization of objects of monetary-fiscal coordination is conducted, along with analysis of its feasibility. It is shown that such coordination is an essential tool to change the state debt policy.*

**Keywords:** financial market, debt policy, financial crisis, monetary-fiscal coordination.