



*СТРАТЕГИИ НАЦИОНАЛЬНОГО
РАЗВИТИЯ*

ПОЛИТИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Макроэкономическая политика и экономический рост

Шари Шпигель

Исполнительный директор,
Инициатива по диалогу о политике (ИДП)
Колумбийский университет, Нью-Йорк

ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

**ДЕПАРТАМЕНТ ЭКОНОМИЧЕСКИХ И СОЦИАЛЬНЫХ ВОПРОСОВ
(ДЭСВ)**

2007

Автор выражает признательность

Настоящий документ основан на совместной публикации Джозефа Штиглица, Хосе Антонио Окампо, Шари Шпигеля, Рикардо Френч Дэвиса и Дипака Наяра, озаглавленной *Стабилизация экономики и рост*, Oxford University Press, 2006 год. Более детальный анализ многих из вопросов, рассмотренных в настоящей записке, можно найти в публикации *Стабилизация экономики и рост*. Раздел, посвященный предоставлению и использованию помощи, взят из документа «Предоставление, распределение и использование помощи», циркуляр ДЭСВ ООН, 2006 год.

Подготовке этого документа также содействовали Джомо К. Сундарам, помощник Генерального секретаря Организации Объединенных Наций по вопросам экономического развития; Хосе Антонио Окампо, заместитель Генерального секретаря Организации Объединенных Наций по экономическим и социальным вопросам; Изабель Ортис, ДЭСВ ООН, а также Сид Гупта и Рей Койчефф из Инициативы по диалогу о политике Колумбийского университета.

ДЭСВ выражает глубокую признательность ПРООН за финансовую поддержку проекта по подготовке настоящей записки.

Нью-Йорк, июнь 2007 года

©ДЭСВ Организации Объединенных Наций

Настоящая аналитическая записка призвана стимулировать рассмотрение и обсуждение вариантов программных решений при подготовке национальных стратегий развития. Анализ, оценки и данные были подготовлены авторами и переработаны с учетом полученных замечаний. Они могут не совпадать с позицией ДЭСВ, и поэтому при цитировании соответствующие ссылки на авторов обязательны.

Предисловие

В итоговом документе Всемирного саммита Организации Объединенных Наций 2005 года странам настоятельно рекомендовалось подготовить национальные стратегии развития с учетом международных целей в области развития, согласованных на различных встречах на высшем уровне и конференциях Организации Объединенных Наций последних двух десятилетий. Для того чтобы помочь странам в выполнении этой задачи, Департамент Организации Объединенных Наций по экономическим и социальным вопросам (ДЭСВ) заказал серию аналитических записок для тех, кто определяет и формирует политику как на правительственном уровне, так и в гражданском обществе, по ключевым и взаимосвязанным направлениям, имеющим большое значение для выработки национальных стратегий развития: макроэкономическая политика и экономический рост, внешняя торговля, инвестиции и технологии, финансы, социальная сфера и реформирование государственных предприятий. На подготовку этих документов были выделены значительные средства, в частности, Программой развития Организации Объединенных Наций (ПРООН). Коллеги из ПРООН также высказали ряд ценных соображений и замечаний по содержанию записок.

Аналитические записки, подготовленные экспертами в этих областях, имеют в своей основе опыт работы Организации Объединенных Наций в социально-экономической сфере и знания, полученные ею в ходе диалога по этим вопросам, и дополнены знаниями внешних специалистов. Вместе с тем мнения, выраженные в этих работах, - это мнения самих авторов, которые могут не совпадать с позицией Организации Объединенных Наций. В аналитических записках даются конкретные рекомендации относительно путей достижения на национальном уровне принятых международным сообществом целей в области развития, которые были обобщены в Повестке дня для развития Организации Объединенных Наций. Их цель состоит не в том, чтобы предписать какой-то единый способ действий, а в том, чтобы предложить субъектам, формирующим и утверждающим политику на уровне стран, ряд возможных альтернатив тем стандартным директивным решениям, которые принимались на протяжении последних двух десятилетий. Аналитические записки помогают странам использовать и расширить поле для программных инициатив, т.е. реальное пространство для маневра в процессе выработки и интеграции национальных стратегий в экономической, социальной и природоохранной областях.

Призываю читателей относиться к этим работам как к материалу, дополняющему дискуссию на уровне стран о задачах в области

развития и стратегиях их решения. Отобранные темы занимают важное место в комплексе вопросов, составляющих содержание национальных стратегий в области развития, нацеленных на достижение устойчивого экономического роста при максимальном вовлечении населения и заботе об окружающей среде.



*Хосе Антонио Окампо
Заместитель Генерального секретаря по экономическим и
социальным вопросам
Организация Объединенных Наций
Нью-Йорк, июнь 2007 года*

Содержание

	Стр.
I. Введение	6
II. Макроэкономические цели	7
Стабилизация и рост	7
Инфляция	8
<i>Последствия инфляции для экономического роста</i>	9
<i>Стоимость борьбы с инфляцией</i>	14
Платежный баланс	15
Безработица и бедность	16
III. Бюджетная, денежно-кредитная и валютная политика	17
Бюджетная политика	18
<i>Источники бюджетных поступлений и ограниченность инструментов политики</i>	18
<i>Сложности с привлечением заемных средств</i>	18
<i>Механизмы предоставления и использования помощи</i>	19
<i>Мобилизация государственных ресурсов</i>	20
Эффективность бюджетного регулирования	26
<i>Проциклические тенденции в бюджетном регулировании</i>	29
Альтернативные механизмы бюджетного регулирования	30
<i>Учет в рамках бюджетного регулирования: структурный дефицит и государственная задолженность</i>	30
<i>Совершенствование механизмов государственно-частного партнерства</i>	31
<i>Автоматические стабилизаторы: фонды стабилизации бюджета</i>	32
<i>Антициклическая налоговая политика, низкозатратные стимулы и прочие альтернативные механизмы бюджетного регулирования</i>	33
Денежно-кредитная политика	36
Эффективность денежно-кредитной политики	36
Инструменты денежно-кредитной политики	40
<i>Косвенные инструменты денежно-кредитной политики</i>	40
<i>Прямые механизмы и прочие микроэкономические меры</i>	41
Макроэкономические аспекты экономических нормативов	43
Валютная политика	45
Последствия девальвации	47
<i>Последствия девальвации для совокупного спроса и экономического роста</i>	47
<i>Влияние девальвации на инфляцию</i>	48
<i>Влияние девальвации на реальные балансовые показатели</i>	49
Полемика по вопросу валютного режима	50

	<i>Режимы фиксированных и плавающих валютных курсов</i>	50
	<i>Интервенции на валютных рынках</i>	52
	<i>Комбинированные валютные режимы</i>	55
	Микроэкономические меры	56
	Правила денежно-кредитной и валютной политики и институциональный дизайн	58
	<i>Преимущества и недостатки регламентирующих правил и дискреционных механизмов, а также контроля над инфляцией и валютным курсом</i>	59
	<i>Мандат центрального банка</i>	61
	<i>Независимость центральных банков</i>	62
IV.	Интервенции на рынке капитала и другие инструменты политики для стран с открытой экономикой	62
	Интервенции на рынках капитала	63
	<i>Ценовые и количественные механизмы контроля притока и оттока капитала</i>	63
	<i>Мягкий контроль: стимулирование рыночной изоляции</i>	66
	<i>Косвенные интервенции и регулирование операций по капитальным счетам за счет экономических нормативов</i>	66
	Управление пассивами государственного сектора в развивающихся странах	71
	Выводы: микроэкономические интервенции и прочие неортодоксальные механизмы	74
	Список использованной литературы	76
Вставки		
	Вставка 1: Инфляция и неравенство	13
	Вставка 2: Налогообложение многонациональных корпораций	25
	Вставка 3: Профилактика «голландской болезни»	56
	Вставка 4: Системы бухгалтерского учета	68

Аналитическая записка по макроэкономической политике и экономическому росту*

I. Введение

За период с 1990-х годов многие развивающиеся страны добились впечатляющих успехов в снижении темпов инфляции, а также в сокращении дефицита бюджета и текущих статей платежного баланса. Однако страны не сумели добиться стабильности макроэкономических показателей и устойчивого роста. Это в значительной мере обусловлено тем, что стабилизационная политика направлена на достижение стабильности цен, в то время как *реальная* стабильность, а не стабильность цен является наиважнейшим фактором для привлечения инвестиций и достижения устойчивого развития.

Настоящий документ закладывает фундамент для разработки макроэкономической политики, направленной на обеспечение стабильности макроэкономических показателей и экономического роста. Создание этого фундамента подразумевает, что необходимо ставить более широкие цели, использовать не только механизмы бюджетной и валютно-кредитной политики, но и другие инструменты (включая управление капитальными счетами, регулирование и другие микроэкономические инструменты), а также обеспечить сбалансированность роли государственного и частного секторов. Помимо этого, директивным органам необходимо координировать бюджетную, денежно-кредитную и валютную политику, а также разрабатывать гибкие программы с учетом индивидуальных потребностей каждой страны.

Этот документ включает три раздела. В первом обсуждаются макроэкономические цели и необходимость более широкого подхода к формулированию экономической политики. Во втором рассматриваются традиционные инструменты макроэкономической политики, а именно бюджетная, денежно-кредитная и валютная политика. В третьем, заключительном разделе настоящего документа рассматриваются альтернативные инструменты макроэкономического управления с упором на интервенцию на рынках капитала. Некоторые из рассматриваемых вопросов, такие как повышение доходности государственного сектора, важны с точки зрения текущей экономической политики как в странах с низким доходом, так и в странах со средним доходом. Некоторые разделы, касающиеся, например, механизмов предоставления помощи и «голландской болезни», а также в некоторой мере механизмов прямого воздействия на кредитную политику, относятся преимущественно к странам с низким доходом. Многие из рассматриваемых вопросов, касающиеся, например, директивных экономических нормативов и учета факторов, определяющих структурный дефицит, в большей мере относятся к странам со средним доходом, обладающим более развитыми административными структурами. Однако мы надеемся, что этот документ даст всем директивным органам идеи по разработке творческих подходов к решению рыночных проблем.

* Настоящий документ был подготовлен Шари Шпигелем, Директором Инициативы по диалогу о политике при Школе бизнеса Колумбийского университета в Нью-Йорке. Вопросы и комментарии можно посылать по электронному адресу: esa@un.org.

II. Макроэкономические цели

Начнем обсуждение с целей, определяющих макроэкономическую политику. В самом широком смысле целью экономической политики является максимизация долгосрочного благосостояния общества в условиях устойчивой экономики и справедливого распределения. В последнее время обсуждение вопросов экономической политики было сконцентрировано на промежуточных переменных, таких как стабильность цен и состояние платежного баланса. Однако промежуточные переменные сами по себе не столь важны. Их значимость основывается преимущественно на том, что они выступают как индикаторы состояния экономики с точки зрения поистине важных переменных, таких как рост, развитие и справедливость. Например, стабильность цен следует рассматривать как инструмент достижения важных долгосрочных целей, таких как повышение эффективности и долгосрочный рост. При формулировании макроэкономической политики в центре внимания должны быть «реальная макроэкономика» и рациональное использование продуктивного потенциала — максимально эффективное использование капитала и трудовых ресурсов, — а также повышение эффективности его использования.

Стабилизация и рост

На самом деле людей интересует в первую очередь стабильность и рост их реального дохода. Вполне очевидно, почему рост важен: даже небольшие изменения в темпах роста, скажем, с 2,5 процента до 3 процентов, со временем выражаются в существенных показателях за счет эффекта сложения процентов. При темпах роста в 2,5 процента доход удваивается каждые 28 лет, тогда как при росте в 3 процента это удвоение происходит каждые 23 года.

Поэтому при принятии инвестиционных решений фирмы в первую очередь интересуются общей стабильностью реальных экономических показателей, а не только стабильностью цен. Высокая нестабильность ведет к «неблагоприятной» внутренней макроэкономической ситуации, которая является главным фактором, определяющим низкий уровень капиталовложений: фирмы не предрасположены к инвестированию средств, а это замедляет рост. Аналогично, экономическая политика, ведущая к более полному использованию ресурсов сегодня, может также привести к увеличению доходов в будущем. Это подразумевает, что противоречие между экономическим ростом и стабильностью может быть не столь ярко выраженным, как это утверждают традиционные экономические теории.

Вопросы стабилизации и роста нельзя рассматривать отдельно друг от друга. В целом, проведение политики стабилизации в краткосрочной перспективе имеет далеко идущие последствия. Если снизить экономическую продуктивность страны на 10 процентов сегодня, то наиболее вероятно, что эта тенденция сохранится, и даже через 10 лет экономические показатели будут на 10 процентов ниже, чем они могли бы быть. Это означает, что экономический спад сопровождается долгосрочными последствиями. Даже такие страны, как Корея и Малайзия, которые по мнению экономистов успешно вышли из азиатского кризиса, развиваются темпами, которые на 10 пунктов отстают от темпов, наблюдавшихся в предкризисные десятилетия.

Между стабилизацией (и методами ее достижения) и экономическим ростом существует ряд взаимосвязей. Использование альтернативных методов стабилизации экономики (таких, как государственное финансирование, примененное Кореей и Малайзией в период азиатского кризиса, или регулирование притока капитала, примененное Чили и Малайзией в период экономического бума 90-х годов) может иметь не столь негативные последствия в плане долгосрочного экономического роста, как опора исключительно на изменение процентных ставок. Политика, направленная исключительно на обеспечение стабильности цен или уделяющая этому чрезмерно большое внимание, может негативно сказаться на экономическом росте.

Инфляция

Хотя традиционные экономические теории рассматривают стабильность цен как одну из главных целей экономической политики, в отношении ее роли не существует единого мнения. Утверждается, что высокие темпы инфляции являются свидетельством того, что правительство (бюджетная и денежно-кредитная администрация) не очень хорошо справляется со своими функциями. Таким образом, инфляция представляет собой переменную, которая вызывает беспокойство не сама по себе, а как *индикатор* экономических проблем. Однако такой подход к анализу имеет два недостатка. Во-первых, многие люди рассматривают этот индикатор как цель экономической политики. Во-вторых, взаимосвязи между инфляцией и реальными переменными могут быть слабее, чем обычно считается.

Любая экономическая политика требует принятия компромиссных решений; вопрос заключается в том, оправдывает ли дальнейшее снижение темпов инфляции связанные с этим издержки. Начиная с 1991 года, в большинстве развитых и развивающихся стран наблюдались низкие или средние темпы инфляции, причем во многих странах наблюдался относительно низкий уровень инфляции. При низком или среднем уровне инфляции усилия, направленные на его дальнейшее снижение, будут характеризоваться меньшей выгодой и увеличением затрат, особенно если единственным инструментом борьбы с инфляцией является традиционная политика сокращения денежной массы в обращении. Как будет рассмотрено ниже, это может привести к снижению занятости в краткосрочной и к замедлению развития в долгосрочной перспективе.

Важность, которая придается борьбе с инфляцией в развивающихся странах сегодня, в значительной мере обусловлена историей *гиперинфляции* в нескольких латиноамериканских странах в 1980-е годы. Эпизоды очень высоких темпов инфляции также наблюдались в странах Центральной и Восточной Европы в переходный период начала 1990-х годов. Тем не менее, азиатские страны редко испытывали гиперинфляцию, и опыт африканских стран также существенно отличается от опыта латиноамериканских стран.

Общепризнанно, что гиперинфляция ведет к большим экономическим потерям, и борьба с ней должна быть главным вопросом на повестке дня. Гиперинфляция и даже высокая или непредсказуемая инфляция приводит к практической непредсказуемости движения относительных цен, что делает ценовые показатели бессмысленными и предотвращает эффективное использование ресурсов. В рыночном поведении физических лиц и фирм возникают сдвиги в силу того, что и те и другие стремятся как можно быстрее израсходовать деньги, прежде чем они обесценятся. В некоторых странах расходуются

огромные средства для защиты физических лиц от последствий инфляции. При более умеренном уровне инфляции (скажем, 15–20 процентов) эти расходы будут значительно ниже.

Последствия инфляции для экономического роста

Немногое указывает на то, что умеренная инфляция имеет существенные негативные последствия для роста. Иногда в периоды относительно высокой инфляции наблюдаются впечатляющие темпы реального экономического роста, которые значительно превышают темпы роста в казалось бы похожих странах, снизивших уровень инфляции. В таблице 1 отображены темпы роста в нескольких странах, переживших периоды высокой инфляции и гиперинфляции, а также в странах с низкой и умеренной инфляцией. Обычно высокая инфляция и гиперинфляция ассоциируются с низкими темпами роста или экономическим спадом, тогда как из этого правила есть и исключения, например Израиль в период 1979–1985 годов.

Умеренная инфляция часто сопровождается стремительным экономическим ростом, как, например, в Аргентине (в 1965–1974 годах), Бразилии (в 1965–1980 годах), Чили (в 1986–1996 годах) и Польше (в 1992–1998 годах). *Нельзя* однозначно утверждать, что низкая инфляция способствует экономическому росту. В случае некоторых из этих стран периоды низкой инфляции характеризовались наиболее низкими темпами экономического роста, например в случае Аргентины (в 1994–2001 годах), Бразилии (в 1996–2003 годах) и в последние годы — Израиля¹.

Таблица 1

	Годы	Низкая инфляция		Умеренная инфляция		Высокая инфляция	
		Темпы инфляции	Темпы роста	Темпы инфляции	Темпы роста	Темпы инфляции	Темпы роста
Аргентина	1965–1974			30,5	5,1		
	1975–1987					259,4	0,9
	1988–1990					1 912,2	-4,2
	1991–1993			69,1	10,1		
	1994–2001	0,7	1,4				
	2002–2004			12,2	1,6		
Бразилия	1965–1980			36,2	7,9		
	1981–1986					150,4	2,2
	1987–1995					1 187,8	2,0
	1996–2003	8,5	1,7				
Чили	1965–1971			25,7	4,6		
	1972–1977					269,9	-0,6
	1978–1985			26,9	3,5		
	1986–1994			18,9	7,4		
	1995–2003	4,8	4,5				
Израиль	1965–1970	4,7	8,0				

¹ Страновые исследования инфляционного кризиса и обзор программ стабилизации можно найти в следующих документах: Bruno *et al.* (eds.) (1988 and 1991). Более общую информацию можно найти у Bruno (1995).

	Годы	Низкая инфляция		Умеренная инфляция		Высокая инфляция	
		Темпы инфляции	Темпы роста	Темпы инфляции	Темпы роста	Темпы инфляции	Темпы роста
	1971–1978			30,3	5,5		
	1979–1985					181,5	4,0
	1986–1996			17,9	5,4		
	1997–2003	3,8	2,2				
Польша	1981–1987			31,2	1,0		
	1988–1991					233,8	-3,7
	1992–1998			27,2	5,4		
	1999–2003	5,1	3,5				
Турция	1968–1970	5,4	4,7				
	1971–1977			17,5	6,1		
	1978–1980					71,4	-0,5
	1981–1987			37,9	5,8		
	1988–2001					72,8	2,8
	2002–2003			35,1	6,9		

Источники: World Bank WDI/EBRD. Dataset from Bruno, Michael and William Easterly (1998); Inflation Crises and Long-run Growth, Journal of Monetary Economics, 41(1), February, pp.3-26.

Разумеется, важный вопрос заключается в том, почему опыт этих стран отличается так кардинально. Теоретически, стандартные статистические модели могут продемонстрировать, была ли инфляция причиной замедления темпов роста или усиления несправедливости при условии, что другие переменные были под контролем. Эти межстрановые регрессионные модели², несмотря на то, что они неидеальны³, указывают на то, что инфляция не характеризуется тесной корреляцией с экономическим ростом, если инфляция не слишком высока (не превышает порог примерно в 20 процентов)⁴.

Непредсказуемые резкие колебания темпов инфляции представляют собой более серьезную проблему. Резкие колебания процентных ставок, связанные с изменениями темпов инфляции, могут привести к серьезным экономическим проблемам в странах, где фирмы в значительной мере полагаются на заемные средства, что проявилось во время азиатского кризиса. Повышение процентных ставок привело к многочисленным банкротствам, поскольку фирмы имели большие краткосрочные долговые обязательства и были вынуждены рефинансировать их под чрезвычайно высокие проценты. Разумеется, если бы

² Levine and Renelt, 1992; Levine and Zervos, 1993; Bruno and Easterly, 1996 and 1998; Stanley Fischer, 1996.

³ Одним из недостатков простых регрессионных моделей, упомянутых выше, является то, что они редко полностью учитывают различия в экономических структурах разных стран, что рассматривается в настоящем разделе.

⁴ Многие исследования свидетельствуют об отсутствии существенной корреляции между инфляцией и ростом, когда инфляция находится ниже определенного уровня. Это подразумевает, что нельзя отвергать гипотезу о том, что ниже определенного уровня инфляция не оказывает влияния на рост. Вагго (1997) демонстрирует, что статистическая зависимость между экономическим ростом и инфляцией ниже 20 процентов либо отсутствует, либо слаба.

азиатские рынки исторически характеризовались резкими колебаниями процентных ставок в предкризисные периоды, фирмы, возможно, воздерживались бы от привлечения большого объема краткосрочных кредитов, и последствия инфляционных колебаний были бы значительно менее ощутимыми. Когда фирмы считают, что экономика страны подвержена периодическим взлетам процентных ставок, они будут воздерживаться от привлечения заемных средств. Однако, как поясняется ниже, это тоже может оказать существенное отрицательное влияние на рост.

При анализе данных возникает еще одна сложность: потрясения в экономической системе часто приводят к инфляции, однако инфляция не обязательно является источником проблемы, а лишь указывает на наличие внешних экономических потрясений. Сама по себе инфляция — это эндогенная переменная, которую следует описывать в рамках модели. Например, повышение цен на нефть в 1970-е годы привело к инфляции почти во всем мире; темпы экономического роста замедлились, и усилилась бедность. В основе этих проблем лежали не темпы инфляции, а высокие цены на нефть. Поскольку расходы на нефть увеличились, для целей развития оставалось меньше ресурсов. Особенно наглядными являются последствия нефтяного шока для стран Латинской Америки. Для поддержания темпов экономического роста в 1970-е годы латиноамериканские страны в значительной мере полагались на заемные средства, однако в долгосрочной перспективе стоимость этой стратегии оказалась колоссальной. Когда Соединенные Штаты подняли процентные ставки до очень высокого уровня, неспособность многих стран рассчитываться по кредитам ознаменовала начало «потерянного десятилетия» в 1980-х годов⁵.

Поэтому директивные органы должны проводить политику, направленную на смягчение последствий «потрясений» и облегчение приспособления к ним. Когда правительства реагируют на инфляцию, ужесточая макроэкономическую политику, при этом не принимая решительных мер для более широкой корректировки, экономическое положение в стране скорее всего ухудшится, особенно если «потрясение» уже привело к замедлению темпов экономического развития.

В целом представляется ясным, что предельные уровни инфляции в разных странах различны; однако в общем можно утверждать, что критический уровень значительно превышает экстремально низкие уровни, в защиту которых выступает большинство государств, стремившихся к снижению инфляции в конце 1990-х — начале 2000-х годов. Непохоже, что умеренная инфляция имеет существенные негативные последствия для роста, тогда как

Окампо (2004b) считает, что с середины 1970-х годов этот порог для стран Латинской Америки находится на уровне 40 процентов. Другие экономисты указывают на небольшую, но важную корреляцию, т.е. увеличение инфляции с 3 до 5 процентов может создавать (отличную от нуля) статистическую зависимость, хотя эта зависимость настолько мала, что если уровень инфляции меняется незначительно, то ее последствия для роста практически неощутимы.

⁵ Существует множество мнений о причинах «потерянного десятилетия». См. Окампо (документ в работе); Штиглиц (2003a) утверждает, что тупиковая ситуация возникла не в результате стратегии конкурирования с импортом. На самом деле, проблема возникла в результате абсолютно неожиданного и беспрецедентного повышения международных процентных ставок вследствие политики Банка федерального резерва США в начале 1980-х годов.

чрезмерное снижение темпов инфляции (направленное на стабилизацию цен) может привести к замедлению роста.

Вставка 1: Инфляция и неравенство

Аргументы против инфляции также утверждают, что «инфляция — это самый жестокий из всех налогов», который наиболее сильно бьет по бедным слоям населения. В некоторых случаях неравномерность последствий инфляции носит ярко выраженный негативный характер. Например, гиперинфляция в Аргентине в конце 1980-х годов сильно ударила по бедным слоям населения, и меры по стабилизации цен имели положительный эффект. Однако в более широком смысле имеющиеся данные не позволяют однозначно определить, для кого инфляция имеет более негативные последствия — для бедных или для богатых. Последствия инфляции с точки зрения социальной справедливости зависят от социальных и рыночных учреждений, а также от уровня индексации экономики.

Кредиторы и держатели номинальных финансовых инструментов, таких как облигации и кредиты, однозначно страдают от неожиданного повышения темпов инфляции. Поскольку обеспеченные люди обычно владеют финансовыми активами (подобные активы значительно менее равномерно распределяются, чем доход), инфляция имеет негативные последствия для богатых. В большинстве промышленно развитых стран системы социального обеспечения индексированы, и таким образом малоимущие пенсионеры, находящиеся на государственном обеспечении, полностью защищены. В противоположность промышленно развитым странам система социального обеспечения во многих развивающихся странах либо слаборазвита, либо отсутствует. В этих странах инфляция может иметь значительно более серьезные последствия для малоимущих людей пожилого возраста; однако характерные для развивающихся стран более прочные семейные узы и неформальные источники взаимопомощи могут в некоторой мере смягчать эти последствия.

Последствия инфляции для работающего населения зависят от корректировок заработной платы. Там, где инфляция представляет собой проблему, долгосрочные трудовые договоры часто включают положение о корректировке заработной платы в зависимости от изменения стоимости жизни. Однако в развивающихся странах многие рабочие не входят в профсоюзы. Для этих стран, а также для стран, не сталкивавшихся с инфляцией, индексация не распространяется на значительную часть работающего населения. Насколько инфляция затрагивает работающее население в таких странах зависит от того, вынуждены ли фирмы поднимать заработную плату в результате конкуренции на рынке труда, или обеспечивать достаточный уровень оплаты для поддержания производительности труда согласно теории о «сдельной оплате»⁶.

То, как инфляция воздействует на различные слои населения, также определяется тем, какие сектора экономики подвержены ее негативным последствиям. Если инфляция наиболее сильно проявляется на рынке

⁶ Если фирмы не будут этого делать, их работники уйдут туда, где труд оплачивается с поправкой на инфляцию. Кроме того, многие фирмы в целях привлечения и удержания работников предлагают заработную плату, которая выше, чем абсолютно необходимо. Более того, заработная плата должна быть высокой, поскольку производительность труда зависит от качества питания работников. См. Шапиро и Штиглиц, 1984.

товаров широкого потребления и продуктов питания, это может иметь более серьезные последствия для бедных слоев городского населения, если их доходы не скорректированы. С другой стороны, повышение цен на продовольствие может помочь сельскохозяйственным рабочим и сельской бедноте. Кроме того, если инфляция влияет преимущественно на импортные предметы роскоши, она практически не затронет бедные слои населения.

Однако в общем, в зависимости от политики рыночных учреждений, представляется, что инфляция (если она не влечет за собой серьезные негативные последствия для экономики) значительно более опасна для держателей облигаций, чем для большинства других субъектов общества. Это утверждение подтверждается наблюдаемой «политэкономией»: представляется, что меры борьбы с инфляцией значительно более важны для финансовых рынков, чем для большинства других секторов, корпораций и работающего населения.

Стоимость борьбы с инфляцией

Выгоды от поддержания инфляции на низком уровне следует рассматривать на фоне стоимости мероприятий по борьбе с ней. Естественно, что стоимостные последствия инфляции зависят от того, как с ней бороться. Однако, независимо от применяемых мер борьба с инфляцией обычно ведет к росту безработицы (по крайней мере в краткосрочной перспективе)⁷ и создает риск замедления роста в среднесрочной перспективе.

Один из аргументов против высокого уровня инфляции утверждает, что инфляция ведет к снижению эффективности экономики, однако ужесточение кредитной политики в целях борьбы с инфляцией может иметь равноценные негативные последствия. Чрезмерно жесткая кредитная политика в России в период с 1993 по 1998 год, аргументированная необходимостью борьбы с инфляцией, имела чрезвычайно негативные последствия с точки зрения экономической эффективности вплоть до того, что 60–80 процентов всех транзакций осуществлялись на основе бартера. Высокие процентные ставки, применяемые для борьбы с инфляцией, тоже могут привести к многочисленным банкротствам, особенно в тех случаях, когда экономическая деятельность финансируется в значительной мере за счет заемного капитала, как это было в случае Восточной Азии.

Если мероприятия по стабилизации экономики опираются преимущественно на механизмы денежно-кредитной политики, это также может обусловить существенные колебания процентных ставок. Как высокие, так и существенно колеблющиеся процентные ставки ведут к повышению стоимости кредитов. В развивающихся странах фондовые рынки работают неэффективно, и внешнее финансирование осуществляется преимущественно за счет привлечения кредитов. Если фирмы не желают использовать заемный капитал, им приходится ориентироваться на самофинансирование, и они сталкиваются с трудностями в плане удовлетворения своих потребностей в оборотном капитале. Таким образом, высокие и непредсказуемые процентные ставки

⁷ Некоторые специалисты утверждают, что в долгосрочной перспективе между инфляцией и безработицей взаимосвязи нет. (Утверждается, что кривая Филлипа вертикальна.) Хотя эмпирических данных, подтверждающих эту гипотезу, практически нет, даже если бы она была верна, это не отрицает наличия взаимосвязи в краткосрочной перспективе.

снижают эффективность рынков капитала, в результате чего происходит дальнейшее замедление темпов экономического роста.

Иногда правительства решают одну проблему, например проблему инфляции, при этом усугубляя другие проблемы. Одним из способов контроля над инфляцией является укрепление национальной валюты. Это ведет к снижению агрегатного спроса и ценового давления на внутреннем рынке, и в то же время обуславливает снижение цен в национальной валюте на импортные товары. Даже если правительство не ставит непосредственной целью укрепление национальной валюты, курс валюты обычно растет, когда правительство борется с инфляцией путем повышения процентных ставок. Хотя это может привести к снижению инфляции, могут возникнуть другие издержки. Высокий курс валюты может отрицательно сказаться на экспорте, секторах, конкурирующих с импортом, и создании новых рабочих мест. Вследствие этого может возникнуть внешнеторговый дефицит, ведущий к отрицательному сальдо платежного баланса, что может в будущем создать более серьезные проблемы, чем проблемы, обусловленные инфляцией.

Платежный баланс

Как и инфляция, сальдо платежного баланса является промежуточной переменной, которая важна не столько сама по себе, сколько с точки зрения ее влияния на другие, более важные переменные, например такие, как стабильность и рост. Зачастую трудно дать оценку взаимовлиянию сальдо платежного баланса и более фундаментальных переменных (так же, как в случае взаимовлияния инфляции и фундаментальных переменных). Страны обычно стремятся к относительно сбалансированности импорта и экспорта, однако не всегда ясно, к чему это приводит. В некоторых странах, например в Соединенных Штатах, в течение длительного времени наблюдается большой внешнеторговый дефицит, однако это не создает серьезных проблем. В других же странах проблемы возникают даже вследствие краткосрочного и относительно умеренного внешнеторгового дефицита.

В условиях фиксированных валютных курсов, наблюдавшихся до начала 1970-х годов, страны, в которых объем импорта превышал объем экспорта, были вынуждены компенсировать эту разницу либо за счет привлечения иностранных заемных средств, либо за счет продажи золотовалютных резервов. В конечном итоге это могло привести к истощению золотовалютных резервов, прекращению иностранного кредитования и возникновению кризиса.

При гибких валютных курсах последовательность событий несколько отличается, однако результат примерно тот же. Если представляется, что страна чрезмерно опирается на заемные средства, кредиторы и другие инвесторы могут неожиданно потерять уверенность в экономике этой страны и потребовать возврата своих средств. По мере того как инвесторы пытаются вывести свой капитал из страны, курс национальной валюты резко падает, и субъектам внутреннего рынка становится еще сложнее погашать краткосрочные обязательства в долларах.

Привлечение заемных средств из-за рубежа имеет как краткосрочные, так и долгосрочные последствия, однако характер этих последствий зависит от того, для чего привлекаются эти заемные средства. Если страны привлекают заемный капитал для финансирования продуктивных инвестиций, отдача от которых превысит процентные ставки по кредиту, то темпы роста повысятся. Инвесторы отметят укрепление экономики, и их уверенность в ней должна укрепиться.

Однако, опираясь на иностранный заемный капитал, страна берет на себя риски, связанные с изменением валютных курсов, в результате чего девальвация национальной валюты приведет к росту внешней задолженности по отношению к ВВП. Кроме того, краткосрочные инвесторы часто смотрят лишь на отдельные балансовые статьи, а именно на размер бюджетного и внешнеторгового дефицита. Они часто не обращают внимания на то, в результате чего возникает такой дефицит. Поэтому даже когда привлеченный капитал используется для финансирования продуктивных инвестиций, это может обусловить нестабильность, поскольку краткосрочных инвесторов беспокоит рост дефицита.

Однако приток капитала (особенно краткосрочные займы) зачастую используется для стимулирования потребления. В таких случаях иностранные инвесторы имеют все основания быть обеспокоены способностью страны погасить задолженность. Следовательно, отрицательное сальдо платежного баланса может указывать на приближение кризиса, который будет иметь огромные последствия для общества. Например, в 1996–1997 годах в Аргентине наблюдались нулевая инфляция и обусловленный ростом потребления решительный экономический подъем, которые финансировались за счет иностранного капитала. Среднегодовые темпы прироста ВВП составляли 6,7 процента. При этом дефицит по текущим операциям как процент от ВВП практически удвоился, и безработица оставалась на высоком уровне. За этим экономическим подъемом последовал четырехлетний спад (1999–2002 годы), и за этот период ВВП сократился на 18 процентов, а безработица возросла.

Безработица и бедность

Одной из главных целей макроэкономической политики должно быть обеспечение максимально возможной занятости и как можно более полного использования трудовых ресурсов. Экономисты считают некоторую безработицу необходимой, поскольку для перехода с одной работы на другую требуется время, однако существенное недоиспользование трудового потенциала страны является очевидным расточительством. Одной из задач директивных органов является определение опасного уровня безработицы. Как будет рассмотрено позднее, в общем между безработицей и инфляцией существует взаимовлияние. Вопрос, который обычно задают экономисты, заключается в том, насколько может снизиться уровень безработицы, прежде чем это приведет к инфляционному давлению. (Возможно, аналогичный вопрос можно поставить и в связи с неполной занятостью в развивающихся странах, однако в этом направлении не проводилось систематических исследований.)

Многие экономисты определяют полную занятость как такой уровень безработицы, при снижении которого начнется рост инфляции. Сложность заключается в том, что этот показатель (который иногда называют УБНИ — уровень безработицы с неизменной инфляцией) трудноизмерим. В 1993 году в Соединенных Штатах было принято считать, что УБНИ составляет примерно 6,0–6,2 процента. Когда уровень безработицы упал значительно ниже этого показателя, а темпы инфляции не возросли, стало ясно, что экономика способна функционировать при значительно более низком уровне безработицы, чем утверждали «крикуны». Директивным органам следует анализировать эти важные взаимосвязи: снижение уровня безработицы может привести к росту инфляции, с одной стороны, и, что еще важнее, борьба с инфляцией может выразиться в росте безработицы и бедности.

Безработица и неполная занятость — две наиболее важные причины бедности и неравенства; в большинстве развивающихся стран, не имея работы, люди обречены на нищенское существование и социальную изоляцию. Безработица также ослабляет переговорную позицию трудящихся, что ведет к снижению заработной платы и к дальнейшему углублению неравенства. Естественно, что безработица также сопряжена с колоссальными социальными издержками. Однако есть и другие причины, почему безработица может быть особенно важным фактором роста бедности и неравенства. Во-первых, от высокого уровня безработицы обычно особенно страдают наименее квалифицированные работники. В условиях нехватки рабочих мест возникает так называемая «служебная лестница», на верхних ступеньках которой находятся наиболее квалифицированные работники, вытеснив менее квалифицированных. Поэтому вероятность остаться без работы наиболее велика для неквалифицированной рабочей силы⁸. Во-вторых, безработица ведет к снижению заработной платы, что ведет к еще большему неравенству. В-третьих, во многих странах (особенно в развивающихся странах) пособия по безработице либо не существуют, либо крайне недостаточны, тогда как большинство трудящихся имеют очень небольшие сбережения. Таким образом, после длительного периода безработицы сбережения заканчиваются и люди обычно теряют заложенную собственность.

Очевидно, что две важные цели — поддержание безработицы и неполной занятости на низком уровне, а также борьба с бедностью — обычно взаимосвязанны. Аналогично, некоторые меры по стимулированию экономического роста также способствуют борьбе с бедностью. Однако другие меры могут стимулировать рост, не содействуя сокращению бедности, или укреплять экономическую стабильность, не стимулируя рост. Государственная политика часто характеризуется глубокими противоречиями, особенно когда директивные органы концентрируют свое внимание на промежуточных переменных. В следующем разделе мы рассмотрим основные инструменты макроэкономической политики, связанные с ними противоречия, а также варианты их использования для решения долгосрочных и краткосрочных экономических задач.

III. Бюджетная, денежно-кредитная и валютная политика

Три типичных инструмента макроэкономической политики, применяемые государствами для стабилизации экономики на макроуровне, — это бюджетная, денежно-кредитная и валютная политика. Тем не менее, не существует единого мнения об уровне эффективности каждого из этих инструментов. Например, некоторые экономисты утверждают, что бюджетная и денежно-кредитная политика неэффективны во всех странах. Другие же утверждают, что они являются важными инструментами государственной политики, хотя их эффективность зависит от экономических условий. Кроме того, важно то, как проводится та или иная политика: разные инструменты по-разному влияют на уровень эффективности, социальную справедливость, развитие и рост.

Обсуждение инструментов политики также зачастую усложняется тем, что государства практически не способны проводить политику в одном направлении независимо от других. Например, в рамках системы фиксированного валютного курса выбранная бюджетная и денежно-кредитная политика может сделать сохранение выбранного валютного курса

⁸ Furman and Stiglitz, 1998.

невозможным. Это утверждение особенно справедливо в случае открытых рынков капитала, поскольку бюджетные и кредитные решения могут привести либо к притоку, либо к оттоку капитала из страны, подвергая давлению фиксированный валютный курс.

Ниже мы рассмотрим эффективность каждого из этих инструментов политики. Мы также проанализируем важность координации политики, и как это влияет на политические решения, в том числе на организацию деятельности директивных органов.

Бюджетная политика

В значительной мере обсуждение вопросов бюджетной политики сконцентрировано на необходимости проведения развивающимися странами консервативной бюджетной политики. Одно из широко распространенных мнений состоит в том, что необходимо избегать дефицита бюджета, поскольку это «отпугивает» частные инвестиции, может подорвать доверие инвесторов, а также способствует росту инфляции. Стандартная кейнсианская теория, с другой стороны, подчеркивает, что бюджетная политика представляет собой эффективный инструмент стимулирования экономики, находящейся на грани спада.

Тем не менее, даже те, кто верит в эффективность бюджетной политики в развитых странах, признают, что развивающиеся страны сталкиваются с существенными препятствиями, мешающими бюджетному регулированию во времена экономического спада (и в такой ситуации они должны прибегать к дефицитному финансированию). Для многих правительств привлечение заемных средств, необходимых для финансирования государственных расходов, сопряжено с трудностями или большими расходами, тогда как страны, способные привлечь заемные средства, рискуют накопить чрезмерную задолженность, которую будет трудно погасить в будущем, особенно когда заемные средства инвестируются неэффективно.

Источники бюджетных поступлений и ограниченность инструментов политики

Сложности с привлечением заемных средств

Одной из главных причин создания МВФ в 1944 году стало оказание помощи странам, переживающим депрессию, в ликвидации дефицита в целях экономического развития. Создатели МВФ признали взаимозависимость государств, и это означает, что спад в одной стране может иметь негативные последствия для других стран. Они также признали, что рынки капитала неидеальны, и некоторые страны, особенно страны с большой задолженностью, испытывающие наибольшую потребность в средствах, иногда вообще не способны привлекать заемный капитал. Современная теория рынков капитала, которые характеризуются асимметричной информацией и высокими расходами по поддержанию рыночной дисциплины, объясняет, почему может происходить такое нормирование кредитов⁹. Когда это случается, страны вынуждены проводить проциклическую бюджетную политику: они вынуждены принимать меры по сокращению дефицита государственного бюджета в период замедления экономической активности, тем самым усугубляя спад.

⁹ Stiglitz and Weiss, 1981; and Eaton and Gersovitz, 1981.

Страны, полагающиеся на многосторонние кредиты и иностранную помощь, также обычно вынуждены придерживаться проциклической политики, хотя само по себе многостороннее кредитование носит антициклический характер. Кредиты, предоставляемые государственному сектору, обычно содержат условия, ведущие к проциклическому поведению. Большинство таких условий включают номинальные бюджетные целевые показатели, а это означает, что в период экономического спада, когда сокращаются налоговые поступления, правительства вынуждены сокращать государственные расходы, чтобы обеспечить соблюдение этих показателей. Такая проциклическость, вызванная условиями кредитования, усугубляется проциклическим характером помощи.

Механизмы предоставления и использования помощи¹⁰

С тех пор как Генеральная Ассамблея Организации Объединенных Наций приняла Цели развития на рубеже тысячелетия (ЦРРТ) в 2000 году, а в 2002 году был достигнут Монтеррейский консенсус по финансированию развития, прилагаются усилия для обеспечения увеличения помощи в целях развития до 0,7 процента от размера национального дохода развитых стран. Кроме того, происходят изменения и в методах предоставления помощи, которая более прямо направлена на укрепление государственных бюджетов.

Эти новые веяния ставят сложные задачи как перед донорами, так и перед получателями помощи. Большинство людей, естественно, склонны считать, что увеличение помощи должно вести к росту государственных расходов. Однако немногие понимают, что это лишь одна сторона медали: предоставленная помощь приносит выгоды стране-получателю лишь в случае ее рационального использования. Даже в лучшие времена необходима координация деятельности между руководителями министерства финансов и Центрального банка. При внешней поддержке государственного бюджета эта координация становится чрезвычайно важной.

Финансирование бюджета за счет помощи похоже на финансирование из других зарубежных источников: как будет рассмотрено ниже, оно влияет на валютный курс, процентные ставки и цены внутреннего рынка. Инъекции ликвидных средств путем конверсии донорских денежных потоков в национальную валюту могут вызвать нестабильность процентных ставок и валютных курсов, особенно если эти потоки неравномерны. Донорские потоки могут привести к завышению валютного курса, и, если такая ситуация сохранится в течение длительного времени, это может привести к явлению, известному под названием «голландская болезнь», которое мы рассмотрим позднее, вслед за разделом, посвященным валютной политике.

Предсказуемость потоков помощи в длительной перспективе является залогом ее эффективного использования. Однако потоки помощи, как и другие потоки капитала, склонны увеличиваться и уменьшаться в такт с экономическими циклами в государствах-донорах и в зависимости от оценки эффективности политики стран-получателей, а также в связи с изменениями в политическом курсе государств-доноров. Последствия этой нестабильности усугубляются разрывом между объемом обязательств и размерами фактических потоков помощи. Эмпирический анализ указывает на то, что потоки помощи характеризуются значительно большей нестабильностью, чем другие макроэкономические переменные, такие как ВВП или бюджетные поступления. Более того, доноры обычно приходят и уходят одновременно, будучи

¹⁰ Этот раздел взят у Шнайдера (2006 год).

подвержены «стадному инстинкту». ДССН, ФБНР и ОИПС рассматриваются донорами как критерии качественной оценки, и они реагируют на сигналы, поступающие от бреттон-вудских учреждений, в значительной мере так же, как и частные кредиторы. Когда потоки помощи сокращаются, необходимы дорогостоящие бюджетные корректировки в форме повышения налогов и сокращения государственных расходов, что усугубляет циклические последствия сокращения потоков помощи. Подобно другим потокам капитала, нестабильность потоков помощи также негативно сказывается на балансе банковской системы и уровне предложения кредитов. Мы рассмотрим эти вопросы и механизмы политики, позволяющие странам компенсировать нестабильность потоков капитала, позднее в этой записке.

На международном уровне также необходимы меры в области политики, направленные на увеличение продолжительности периода притока помощи в соответствии с долгосрочными стратегиями развития. Доноры должны объявлять размеры своих обязательств по предоставлению помощи в начале бюджетного цикла получателей, с тем чтобы страны-получатели помощи знали, на что они могут рассчитывать, и планировали соответственно. Обязательства по предоставлению помощи должны носить среднесрочный или более долгосрочный характер, даже если в силу бюджетных ограничений страны-доноры в состоянии объявить лишь общий объем помощи. Это даст возможность Центральному банку контролировать ликвидность потоков донорской помощи во избежание неожиданных потрясений, вызванных неравномерностью этих потоков, тогда как министерство финансов сможет мобилизовать ресурсы для компенсации недопоступлений.

Директивные органы также должны заглядывать в более отдаленное будущее и при принятии решений находить ответы на некоторые сложные вопросы. Если, используя помощь, увеличить инвестиции в государственный сектор сегодня, то сможет ли правительство поддерживать расходы на этом же уровне, когда потоки помощи начнут замедляться? Если не сможет, то пропадут ли первоначальные инвестиции? Страны должны выработать политику, направленную на снижение зависимости от помощи за счет стабилизации и увеличения внутренних доходов в долгосрочной перспективе.

Мобилизация государственных ресурсов

Наиболее эффективным способом финансирования государственных расходов и снижения зависимости от помощи является мобилизация внутренних ресурсов. Важные государственные расходы во многих бедных странах ограничиваются в результате низкого уровня налоговых поступлений, а это означает, что для финансирования фундаментальных нужд развития такие страны вынуждены привлекать заемные средства или полагаться на помощь. Учитывая нестабильность внешнего финансирования и то, что инвестиции в государственный сектор могут играть важную роль в обеспечении долгосрочного развития, крайне необходимо, чтобы правительства были способны увеличить внутренние поступления. Страны смогут обеспечить долгосрочное финансирование внутренних инвестиционных проектов и гибкость бюджетной политики лишь за счет увеличения налоговых поступлений¹¹.

¹¹ Низкий сбор налогов ограничивает способность правительства пользоваться бюджетной политикой — оно не способно понижать налоги в периоды экономического спада, а также повышать налоги в период экономического бума.

Налоговые поступления, выраженные как процент от ВВП, в бедных странах в среднем составляют лишь примерно две трети от размера этого показателя в более богатых странах¹². Даже некоторые из более богатых стран с развивающимся рынком, например Индия, по-прежнему имеют низкие показатели налоговых поступлений, выраженных как процент от ВВП. В большинстве развивающихся стран на прямые налоги, такие как подоходный налог, приходится лишь небольшая доля в общем объеме налоговых поступлений. Например, страны Латинской Америки и Азии по сравнению со странами ОЭСР собирают лишь от одной трети до половины налогов на доходы, прибыли и прирост капитала¹³.

В большинстве развивающихся стран налоговые поступления формируются преимущественно за счет косвенного налогообложения. Многие реформы 1990-х и 2000-х годов, целью которых была либерализация, привели к трансформации других косвенных налогов, таких как тарифы и прочие торговые налоги, в НДС. НДС — это налог на потребление, а не на инвестиции, и многие консервативные экономисты поддержали переход к НДС, поскольку они считают, что этот налог в меньшей мере сдерживает инвестиционную деятельность, чем другие виды налогов. При этом НДС касается только формального сектора. Поэтому в странах с большим неформальным сектором этот налог не столь эффективен. В таких странах этот налог работает скорее как налог с продаж, а не налог на добавленную стоимость. На самом деле, НДС может стимулировать фирмы оставаться в неформальном секторе во избежание налогообложения, что препятствует развитию формального сектора¹⁴. НДС также является регрессивным налогом, а это означает, что для бедных этот налог, выраженный как процент от дохода, выше, чем для богатых. Сложные ставки НДС (например, более высокие ставки для предметов роскоши и более низкие или нулевые ставки для продуктов питания и медикаментов) могут сделать НДС более прогрессивным, однако это потребует расширения административного аппарата.

В целом, чистым результатом перехода к НДС стало снижение поступлений. По результатам исследования, проведенного МВФ в 2005 году¹⁵, НДС возмещает меньше 30 процентов от общего объема налоговых поступлений, потерянного в результате ликвидации торговых налогов (или налогов с продаж). Зачастую поступления от НДС оказываются ниже, чем ожидается, из-за административных проблем и трудностей со сбором этого налога.

Вместо того чтобы опираться на один косвенный налог, такой как НДС, странам следует диверсифицировать источники налоговых поступлений простым и ясным образом. Снижение скидок и вычетов, которые на руку богатым, таких как освобождение от налогов на прирост капитала или заниженные налоги на доходы от финансовых операций несомненно способствовало бы увеличению налоговых сборов. Многие экономисты выступают против налога на прирост капитала, поскольку он представляет собой налог на источники инвестиций, однако во многих развивающихся странах объявление доходов в виде прироста капитала или дивидендов позволяет обойти другие виды прямого налогообложения. В неидеальном мире, где сбор подоходных налогов затруднен, налогообложение этих источников дохода может стать эффективным средством борьбы с уклонением от налогов. Кроме того, представляется, что

¹² Gordon and Li, 2005.

¹³ FitzGerald, 2006.

¹⁴ Emran and Stiglitz, 2005.

¹⁵ Baunsgaard and Keen, 2005.

между прямым налогообложением и темпами экономического роста нет четкой взаимосвязи. По заключению Фитцджеральда, рост в странах Латинской Америки практически не связан со ставками налогообложения; даже в странах ОЭСР корреляция между темпами экономического роста и прямым налогообложением незначительна, а их взаимовлияние неопределенно¹⁶.

В то же время, хотя ВТО ограничивает использование торговых налогов, в ее рамках все же существуют возможности использования этих налогов. Например, налогом могут облагаться импортные предметы роскоши; или можно внедрить систему плавающих тарифов на сельскохозяйственные и промышленные товары, которая бы функционировала в диапазоне связанной ставки пошлин ВТО. (Эти и другие связанные с торговлей налоги более подробно рассматриваются в Аналитической записке о торговле.) Страны также могут вводить экспортные пошлины для получения выгод от девальвации национальной валюты. Например, вслед за девальвацией песо в 2001 году Аргентина ввела экспортные пошлины, поступления от которых составили почти 2,5 процента от ВВП¹⁷.

Для борьбы с уклонением от налогов страны также могут внедрять «неподкупные налоговые структуры», основанные на недискреционных и прозрачных налоговых инструментах. Одним из таких инструментов является налог на финансовые операции. Например, Аргентина, Бразилия, Индия и Корея ввели такой налог на банковские дебитные операции. В Бразилии, например, поступления от налога на финансовые операции составляют примерно 1,5 процента от ВВП¹⁸. Использование таких налогов выгодно еще и потому, что это позволяет собирать информацию об операциях фирм, что позволяет властям увеличить сбор налогов и выявить фирмы, уклоняющиеся от налогов. Корея также проводит аналогичную программу, направленную на снижение привлекательности наличных расчетов благодаря субсидированию операций по кредитным карточкам. Цель этой программы — заменить наличные расчеты инструментом, который поддается отслеживанию¹⁹. Говоря обобщенно, такие налоги связаны с риском того, что они могут послужить для фирм стимулом работать за пределами формального банковского сектора, однако в странах с относительно хорошо развитыми банковскими услугами эти налоги эффективны. Кроме того, они выполняют антициклическую роль, сдерживая финансовые операции в периоды финансового и экономического бума.

Другим примером недискреционных «неподкупных налоговых структур» являются налоги на предметы потребления, например такие, как роскошные машины или дома. Работая с этими категориями, налоговые органы должны концентрировать внимание на измеримых показателях. Таким образом, взимание налогов с операций по купле-продаже недвижимости может быть более эффективным, чем налогообложение оценочной стоимости недвижимости. Опять же, налоги на предметы роскоши способствуют проведению антициклической политики в периоды экономического бума.

Для увеличения налоговых поступлений также необходимо совершенствовать налоговые органы. Например, в результате налоговых реформ налоговые поступления Танзании за период с 1998 по 2003 год включительно увеличились

¹⁶ FitzGerald, 2006.

¹⁷ Centrangolo: IPD Argentina tax case study, forthcoming.

¹⁸ Oliveira: IPD Brazil tax case study, forthcoming.

¹⁹ Jun: IPD Korea tax case study, forthcoming.

на 47 процентов²⁰. Административные реформы в провинции Буэнос-Айрес позволили увеличить сбор прямых налогов, таких как плата за автомобильные лицензии (с 50 до 90 процентов), налогов на недвижимость (с 40 до 70 процентов), а также налогов на доходы компаний. В число других рекомендаций по увеличению налоговых поступлений и снижению коррупции входят повышение качества информации, доступной налоговым органам, обмен информацией между департаментами, отвечающими за разные налоги (например, за подоходный налог, НДС, таможенные пошлины и т.д.), а также совершенствование земельных кадастров и реестров финансовых активов.

Как упоминалось выше, в большинстве развивающихся стран на подоходные налоги приходится лишь незначительная часть налоговых поступлений. Ввиду того что в развивающихся странах упор делается на косвенное, а не на прямое налогообложение, объем поступлений от косвенных налогов в этих странах становится сравним с уровнем таких поступлений в развитых странах. Некоторые экономисты утверждают, что для существенного увеличения налоговых поступлений развивающимся странам теперь придется совершенствовать механизмы прямого налогообложения²¹. В этом случае развивающиеся страны смогут извлечь дополнительные выгоды из увеличения прогрессивности налогообложения. На практике в большинстве развивающихся стран подоходные налоги не являются прогрессивными, поскольку обеспеченные люди имеют возможность пользоваться лазейками в законодательстве и прибегают к другим формам уклонения от налогов²². В целях увеличения налоговых поступлений для начала можно было бы сконцентрировать внимание на снижении налоговых льгот.

В качестве одного из аргументов против увеличения прямого налогообложения часто используется неадекватность административного аппарата. Тем не менее, до внедрения НДС во многих развивающихся странах одной из главных тем обсуждений по вопросам политики также был вопрос о том, обладают ли развивающиеся страны достаточным административным аппаратом для внедрения НДС. Для содействия странам в формировании надлежащих административных органов международные финансовые учреждения провели успешную кампанию технической помощи. Фицджеральд утверждает, что аналогичные программы международной помощи по развитию органов, занимающихся прямым налогообложением, могли бы быть в равной мере эффективными²³. Однако, как видно на примере провинции Буэнос-Айрес, местные директивные органы также способны предпринимать меры по совершенствованию административного аппарата даже в условиях отсутствия внешней помощи.

²⁰ Culpeper and Kappagoda, 2006.

²¹ FitzGerald, 2006.

²² Birdsall and Torre, 2001.

²³ FitzGerald, 2006.

Вставка 2: Налогообложение многонациональных корпораций

Самые большие налоговые льготы в развивающихся странах касаются крупных многонациональных корпораций. Налоговая конкуренция между странами, стремящимися привлечь иностранные инвестиции, привела к эрозии механизмов налогообложения иностранных компаний. Для привлечения иностранных инвестиций многие развивающиеся страны прибегают к налоговым каникулам. Однако налоговые каникулы часто приводят не к долгосрочным позитивным последствиям с точки зрения экономического роста, а к тому, что конкуренция между странами ведет к существенному и резкому снижению налоговых поступлений во всех странах. Помимо этого, налоговые каникулы для иностранных инвесторов дают им несправедливые преимущества по сравнению с внутренними инвесторами, а это может привести к тому, что национальные фирмы потребуют эквивалентных налоговых льгот, что обусловит дальнейшее сокращение налоговых поступлений. Также следует отметить, что налоговые каникулы освобождают от налогообложения любые прибыли компании независимо от прибыльности ее инвестиций. При высокой прибыльности инвесторы, скорее всего, станут делать вложения независимо от налоговых каникул. С другой стороны, те компании, которые нуждаются в налоговых каникулах для обеспечения прибыльности, по завершении каникул часто уходят на другой рынок.

Другая сложность с налогообложением многонациональных корпораций связана с существованием на международных рынках налоговых убежищ. Налоговые убежища позволяют многонациональным корпорациям регистрировать корпоративные прибыли в других юрисдикциях. Существование налоговых убежищ при отсутствии международной координации затрудняет ликвидацию многих налоговых лазеек, однако необходимо, чтобы директивные органы были осведомлены об их последствиях для налоговых поступлений. По оценке Фицджеральда, с учетом занижения показателей отчетности эффективная ставка налогообложения деятельности иностранных инвесторов в развивающихся странах составляет лишь около 4 процентов (что значительно ниже 25 процентов, фигурирующих в официальной отчетности). Согласно некоторым оценкам²⁴, в результате вывоза прибылей и активов за рубеж ежегодные убытки развивающихся стран составляют до 100 млрд. долл. США.

Другим важным элементом мобилизации внутренних ресурсов является уровень внутренних сбережений и развитие внутренних рынков капитала. При недостаточном уровне внутренних сбережений правительствам не будет необходимости опираться на приток иностранного капитала. Одной из причин, обусловивших стремительный экономический рост в странах Восточной Азии в 1980-х и 1990-х годах, стал большой объем внутренних сбережений. Интересно отметить, что политика правительств нескольких азиатских стран стимулировала рост внутренних сбережений. Например, правительство Японии способствовало формированию почтово-сберегательного банка, отделения которого дали населению доступ к финансовым услугам и способствовали

²⁴ Cobham, 2005.

формированию фундамента для внутренних сбережений. При отсутствии надежных финансовых учреждений и системы финансовых услуг мобилизация внутренних сбережений может быть затруднена. Как видно на примере стран Азии, государственная политика может способствовать ликвидации этого препятствия.

В более широком смысле, странам следует стремиться к формированию более глубоких финансовых рынков. Одним из главных препятствий на пути финансирования государственного дефицита за счет внутренних рынков капитала является то, что правительству трудно эмитировать долгосрочные облигации на новых и малоразвитых рынках. Поэтому правительствам приходится искать компромисс между снижением валютных рисков (за счет сокращения привлечения иностранных кредитов) и усиливающимся несоответствием сроков (возникающим в результате увеличения доли краткосрочных займов на внутренних рынках для финансирования долгосрочных проектов).

Развитие рынков долгосрочных финансовых инструментов, разумеется, представляет собой долгосрочную задачу, однако правительства способны принимать меры по стимулированию их развития. Многие аналитики указывают на важность регулярных и предсказуемых аукционов, стандартных инструментов, вторичного рынка, надежного банковского сектора и макроэкономической стабильности. Опыт стран Латинской Америки и Азии в период 1990-х и начала 2000-х годов также показывает, что одним из наиболее важных шагов в направлении формирования внутренних рынков капитала является развитие местных пенсионных фондов. Пальма первенства здесь принадлежит Чили, однако и в нескольких других странах, таких как Мексика, развитие местных пенсионных фондов стимулировало спрос на долгосрочные кредиты, что будет рассмотрено позднее в настоящем документе в разделе, посвященном управлению пассивами государственного сектора.

Эффективность бюджетного регулирования

Теперь уделите внимание вопросу об эффективности бюджетного регулирования. Если исходить из того, что страны способны привлекать кредиты, то является ли бюджетное регулирование в целом эффективным, или его следует избегать, поскольку оно ведет к инфляционному давлению и вытеснению частных инвестиций? Позднее в настоящей записке мы рассмотрим недорогостоящие стимулы и другие бюджетные механизмы, которые могут быть использованы странами с ограниченными возможностями по привлечению кредитов для стимулирования экономики.

В кейнсианском анализе правительственные расходы (или снижение налогов) ведут к приросту ВВП на величину, *кратную*²⁵ этих расходов. Основная часть государственных расходов оборачивается неоднократно, и чем выше доля повторно оборачиваемых средств, тем больше множитель. Если норма сбережений низка, как часто бывает в очень бедных странах, то доля средств, идущих на потребление, будет велика, множитель будет очень большим, и государственные расходы будут особенно эффективны. В противоположность

²⁵ В наиболее упрощенной макроэкономической модели, в которой единственным фактором, снижающим агрегатный спрос, являются сбережения (т.е. неизрасходованная часть дохода отдельных лиц или семей), *множитель* равен $1/s$, где s — это норма сбережения. В более широком смысле, необходимо учитывать все факторы, такие как налоги и импорт, а не только частные сбережения.

этому в странах Восточной Азии, где норма сбережений очень высока, множители не так велики.

Когда домашние хозяйства и фирмы испытывают нехватку кредитов и наличных средств (как это часто бывает в развивающихся странах), этот множитель приобретает еще более важное значение: если бы эти домашние хозяйства и фирмы имели больше денег, то они бы израсходовали их. Например, если правительство выплачивает достаточно высокие пособия по безработице, то вероятно, что безработные истратят все или почти все пособие. Когда они расходуют деньги, часть их идет на расчеты с физическими лицами (с арендодателями, владельцами магазинов и т.д.), которые в свою очередь могут израсходовать не все полученные деньги, но в данном случае важно то, что множитель в развивающихся странах может быть весьма велик.

Важно понимать разницу между последствиями дефицита в условиях экономического спада и в условиях полной занятости. В последнем случае более вероятно, что дефицит будет иметь негативные последствия. В этом случае аргументы, касающиеся вытеснения частных инвестиций государственными расходами (и инфляцией), звучат весьма убедительно, поскольку размеры «рыночного пирога» фиксированы. Когда экономика работает на полную мощность, увеличение государственных расходов может быть обеспечено за счет снижения потребления или сокращения инвестиций в каких-то других секторах экономики. Однако вытеснение частных инвестиций государственными расходами *не является* неизбежным, когда экономика не характеризуется полной занятостью. Размер «пирога» может увеличиться, и, следовательно, государственные расходы могут возрасти без ущерба для частных инвестиций; а в случае снижения налогов может произойти рост потребления без снижения инвестиций.

Кроме того, *аргументы, касающиеся вытеснения частных инвестиций государственными расходами, подразумевают, что центральные банки не в состоянии предпринимать корректирующих действий, направленных на снижение процентных ставок.* Тем не менее, центральные банки могут добиться этого за счет увеличения денежной массы в обращении. Одним из вызывающих озабоченность моментов в плане государственных займов является то, что произойдет монетизация задолженности (т.е. финансирование задолженности будет фактически осуществляться за счет эмиссии денег), и банковской системе будет дозволено чрезмерно увеличить объем денег в обращении (и объем кредитов), что приведет к инфляции²⁶. Даже когда процентные ставки близки к нулю, что ограничивает способность кредитных властей обеспечить дальнейшее снижение процентных ставок (речь идет о кейнсианской ликвидной ловушке²⁷), центральные банки могут по крайней

²⁶ Существует ряд моделей, согласно которым может произойти ускорение темпов инфляции даже тогда, когда экономика не достигла полной занятости. Обычно это связано с элементами структурной жесткости. Если эти элементы оказывают существенное влияние, они должны включаться в определение полной занятости, и государственная политика должна быть направлена на ликвидацию этих элементов.

²⁷ Ликвидная ловушка возникает, когда субъекты экономической деятельности предпочитают хранить деньги, а не расходовать или инвестировать их. Ликвидная ловушка может возникнуть в период экономического спада и низких процентных ставок, когда предполагаемая отдача на инвестиции низка. Если экономический спад сопровождается дефляцией, это дает населению дополнительный повод воздерживаться от расходования денег на предметы потребления.

мере компенсировать последствия завышенных процентных ставок, обусловленных дефицитом государственного бюджета. Более того, в небольших странах с открытой экономикой повышение процентных ставок и вытеснение частных инвестиций государственными расходами может не произойти по еще одной причине: приток иностранных инвестиций может предотвратить повышение процентных ставок, что будет обсуждено ниже.

И наконец, ответные действия частного сектора могут на самом деле иметь обратный эффект, т.е. приведут к повышению эффективности бюджетного регулирования. Объем инвестиций частного сектора может увеличиться. Например, рост государственных расходов может стимулировать экономику и привести к такому улучшению экономической ситуации, при котором откроются новые инвестиционные возможности. Аналогично, увеличение государственных инвестиций, дополняющих инвестиции частного сектора (например, капиталовложения в инфраструктуру), может привести к повышению прибыльности частного сектора, что стимулирует инвестиционную деятельность частного сектора и экономику в целом.

Наглядным примером этого служат государственные расходы Китая в период восточноазиатского кризиса. Отчасти успех Китая был обусловлен тем, что текущие расходы осуществлялись на основе ряда стратегических инвестиционных планов, направленных на развитие инфраструктуры. Улучшение инфраструктуры привело к увеличению отдачи на частные инвестиции. Это, в свою очередь, стимулировало продуктивные инвестиции, способствующие долгосрочному экономическому росту Китая. Опыт Индии в области стабилизации и корректировки после кризиса внешней задолженности в начале 1990-х годов несколько отличается от опыта Китая. Тем не менее, опыт Индии тоже представляет собой ясное свидетельство взаимодополняемости государственных и частных инвестиций, что указывает на рост инвестиционной деятельности частного сектора, а не на вытеснение частных инвестиций государственными расходами²⁸.

Еще одна причина, по которой некоторые экономисты утверждают, что правительства должны проводить консервативную бюджетную политику, заключается в необходимости поддержания уверенности инвесторов. С этой точки зрения рост государственных расходов ведет к снижению частных инвестиций, поскольку инвесторы видят рост дефицита, теряют уверенность в экономике и предпочитают не инвестировать свои средства. Лишь решительные действия правительства, направленные на ликвидацию дефицита, могут восстановить уверенность, стимулировать рост инвестиций и восстановить экономику в короткие сроки.

Однако эмпирические наблюдения не подтверждают эту точку зрения, тогда как существует масса подтверждений того, что сокращение государственных расходов ведет к снижению ВВП как в развитых, так и в развивающихся странах²⁹. Сокращение государственных расходов в Аргентине и странах Восточной Азии в 1990-е годы не дало позитивных результатов, предсказываемых «моделью уверенности», а, наоборот, имело обратный эффект, прогнозируемый более стандартными кейнсианскими моделями. Прямые последствия сокращения государственных расходов для ВВП значительно более серьезны, чем последствия неуверенности инвесторов.

²⁸ Naayur, 2000.

²⁹ Cooper, 1992, and Taylor, 1993.

Влияние консервативной бюджетной политики на уверенность инвесторов зависит в значительной мере от того, каких инвесторов правительства надеются привлечь. *Краткосрочные* инвесторы и кредиторы зачастую больше интересуются размером бюджетного дефицита, чем другими переменными. Для этих инвесторов самый важный вопрос — это способность правительства погасить задолженность в краткосрочной перспективе. Если правительство экономит деньги за счет сокращения дефицита бюджета, то в его распоряжении будет больше средств, необходимых для погашения краткосрочной задолженности, даже если это препятствует долгосрочному экономическому росту. Однако деятельность именно таких инвесторов способствует дестабилизации рынка, а не долгосрочному росту.

Долгосрочные же инвесторы помимо размера дефицита рассматривают широкий круг переменных. Политика, направленная на обеспечение долгосрочного экономического роста, естественно, укрепит их уверенность в экономике и послужит стимулом для дополнительных инвестиций. Если государственные займы используются для финансирования продуктивных инвестиций, отдача от которых превысит процентные платежи, темпы роста ускорятся. Инвесторы отметят укрепление экономики и должны испытывать большую уверенность в завтрашнем дне.

Проциклические тенденции в бюджетном регулировании

Налоговые поступления в бюджет увеличиваются в периоды экономического роста, когда происходит рост доходов, и снижаются в периоды экономического спада, когда доходы сокращаются и возникает необходимость увеличения расходов. Теоретически, внешнее финансирование должно диверсифицировать источники поступлений, однако изъяны капитальных рынков и циклический характер иностранной помощи обуславливают проциклическую тенденцию потоков капитала, что усугубляет проциклические тенденции в бюджетном регулировании.

Существует масса подтверждений тому, что в развивающихся странах бюджетные счета носят ярко выраженный проциклический характер³⁰. Например, в Латинской Америке из 45 эпизодов циклических колебаний в период 1990–2001 годов 12 носили нейтральный, 25 — проциклический и лишь 8 — антициклический характер³¹. Таким образом, перед развивающимися странами стоит более широкая проблема, заключающаяся в том, что в силу ряда важных факторов бюджетное регулирование носит вынужденно проциклический характер. Этот эффект усугубляется еще и тем, что в силу высокой нестабильности прироста ВВП доходы государственного сектора также носят проциклический характер.

Издержки, обусловленные проциклическостью бюджетного регулирования, велики. В периоды подъема и изобилия финансовых ресурсов власти могут начать некоторые проекты, не имеющие большой социальной ценности. В периоды спада и сокращения расходов некоторые инвестиционные проекты могут остаться незавершенными или потребуют значительно более длительного срока, чем было запланировано, в результате чего возрастет их реальная стоимость. В свою очередь, длительные периоды сокращения государственных расходов могут иметь долгосрочные последствия для экономического роста³². В

³⁰ Kaminsky *et al.*, 2004.

³¹ Martner and Tromben, 2003.

³² Easterly and Servén (eds.), 2003.

целом циклические «перепады» существенно снижают эффективность государственных расходов.

Проциклические тенденции также наблюдаются в области государственных гарантий частному сектору, которые приобрели в развивающихся странах большую важность. Одним из примеров служат государственные гарантии инвестиций частного сектора в инфраструктуру (такие, как гарантии минимального дохода или прибыльности или непосредственное страхование от колебаний процентных ставок или валютных курсов). Другой пример — это прямые и косвенные гарантии финансовым посредникам и вкладчикам в рамках финансовой системы. Прямые и косвенные гарантии имеют три общих элемента: а) они не всегда прозрачны; б) они стимулируют частные инвестиции в периоды экономического бума (государственные расходы выражаются в форме подразумеваемых «страховых платежей», осуществляемых в периоды экономической эйфории, указывая на то, что показатели совокупных расходов государственного сектора в такие периоды занижены); и с) платежи по гарантиям (расходование наличных средств) осуществляются в периоды кризиса, вызывая необходимость увеличения государственных займов и сокращения государственных расходов.

Альтернативные механизмы бюджетного регулирования

Учет в рамках бюджетного регулирования: структурный дефицит и государственная задолженность

Главной целью экономической политики в развивающихся странах должно быть избежание проциклических тенденций в бюджетной политике. Это может означать введение правил, соблюдение которых обеспечит долгосрочную стабильность бюджета, например установление целевых показателей дефицита государственного бюджета и/или максимального коэффициента соотношения государственной задолженности и ВВП. (Однако, как продемонстрировали недавние прения при обсуждении Европейского пакта о стабильности и росте, такие правила и целевые показатели не поддаются легкому определению.)

В частности, упор на дефицит *текущих* статей бюджета (измеряемый в период экономического спада) явно неуместен. Вместо этого совершенно необходимо проанализировать «структурный дефицит», который дает представление о том, каким бы был бюджет при отсутствии циклических колебаний³³ при «нормальной» ситуации (т.е. при полной занятости). Например, когда в результате экономического спада сокращаются налоговые поступления в бюджет, дефицит по текущим статьям увеличится, но это не окажет влияния на структурный дефицит, обусловленный полной занятостью, и правительству не придется ужесточать бюджетную политику для достижения целевых бюджетных показателей. В случае необходимости финансовые органы могут обеспечить финансирование любого возникающего дефицита по *текущим* статьям. Поскольку циклические колебания снижают эффективность государственных расходов, возможно, имеет смысл определять структурные цели на основе критерия, который, по сути, носит долгосрочный характер, а именно равновесие между размером материальных благ, создаваемых государственным и частным сектором.

³³ В случае циклично нейтральных стран структурный дефицит бюджета остался неизменным независимо от улучшения или ухудшения показателей по текущим счетам. См. ECLAC, 1998*b*; Ocampo, 2002, and 2005*b*, на которых основывается дальнейший анализ.

Однако сокращение структурного дефицита подразумевает наличие существенных бюджетных средств на уровне, превышающем возможности большинства наименее развитых стран, в связи с чем такая политика более уместна в случае стран со средними доходами. Анализ структурного состояния бюджета — непростая задача, когда экономика подвержена внешним потрясениям, поскольку такой анализ должен учитывать тенденции ВВП, а также движение других крайне важных экономических показателей, таких как цены на сырьевые товары. Например, в Чили в последние годы была введена подобная система структурного учета. В рамках этой системы анализ структурного дефицита ведется на основе рекомендаций группы экономистов, придерживающихся различных взглядов, которые комментируют тенденции движения важнейших переменных, используемых при анализе.

Развивающимся странам также имеет смысл уделять пристальное внимание *исходному* дефициту, т.е. дефициту бюджета за вычетом процентных платежей. Это объясняется тем, что процентные ставки подвержены экстремальным колебаниям и зачастую неподконтрольны развивающимся странам. Более того, если государственная задолженность накапливалась в течение длительного периода, дефицит бюджета еще долго будет оставаться на высоком уровне даже после того, как были приняты меры по исправлению положения. В странах с высоким уровнем задолженности нестабильность бюджета в значительной мере зависит от событий за пределами этих стран (а именно от уровня процентных ставок на формирующихся рынках мира). Нужно, чтобы страны фокусировали внимание на том, что им подконтрольно. Анализ исходного дефицита дает более наглядное представление о том, ведут ли наблюдаемые изменения к улучшению или к ухудшению ситуации. МВФ впервые решил сконцентрировать внимание на исходном дефиците при выдаче кредита Бразилии в 2002 году³⁴. Меры по сокращению исходного дефицита не требуют большого административного потенциала, и поэтому наименее развитые страны также должны быть способны ориентироваться на исходный дефицит как критерий состояния бюджета, исходя из того, что международные учреждения содействуют финансированию дополнительных издержек по уплате процентов, которые являются составной частью общего дефицита бюджета.

Совершенствование механизмов государственно-частного партнерства

Рассмотренные выше целевые показатели бюджетного дефицита должны дополняться адекватными механизмами управления гарантиями, предоставляемыми государственным сектором частному. Стремясь к соблюдению целевых дефицитных показателей, правительства поощряют частные (а не государственные) инвестиции в инфраструктуру даже тогда, когда для этого не существует экономических причин. Одна из главных проблем, связанных с государственными гарантиями, заключается в том, что они ведут к существенным искажениям в учете в государственном секторе. Потенциальные расходы государства по погашению гарантийных обязательств, связанных с такими проектами, обычно не учитываются и не отражаются в текущих расходных статьях. Подобные гарантии подразумевают, что правительство выступает в качестве страховщика, защищающего частный сектор от возможных рисков. Необходимо регулярно рассчитывать и учитывать «эквивалентную страховую премию» таких гарантий и отчислять соответствующие суммы в специальные фонды, служащие резервом на тот

³⁴ При этом МВФ не позволил Бразилии в качестве целевого показателя использовать исходный структурный дефицит, что было бы еще более уместно.

случай, если возникнут обстоятельства, ведущие к необходимости выполнения гарантийных обязательств. Оценочные суммы таких условных пассивов также должны учитываться как часть задолженности государственного сектора. Закон, принятый в Колумбии в 1996 году, требует, чтобы государственные учреждения-гаранты, берущие на себя риск, делали соответствующие взносы в «страховой» фонд, ресурсы которого могут быть при необходимости использованы для погашения гарантийных обязательств.

Отсутствие регулярного учета государственных гарантий частным компаниям, задействованным в проектах по развитию инфраструктуры, делает такие инфраструктурные проекты привлекательными, даже если в долгосрочной перспективе они оказываются для правительства не менее дорогостоящими. Эти гарантированные государственным сектором частные инвестиции в инфраструктуру могут стать удобным способом обхода строгих целевых показателей по сокращению дефицита бюджета. Во избежание этих проблем необходимо понимать характер целевых бюджетных показателей.

Аналогичная проблема существует и в плане учета деятельности государственных предприятий, что будет рассмотрено в этом документе позднее. Такая практика учета подталкивает власти на неправильные действия. Учет деятельности государственных предприятий в рамках сводного бюджета ограничивает капиталовложения и побуждает развивающиеся страны приватизировать такие предприятия в целях сокращения бюджетного дефицита даже тогда, когда в этом нет реальной экономической необходимости.

Автоматические стабилизаторы: фонды стабилизации бюджета

Процесс принятия административных решений неизбежно связан с задержками, и поэтому в некоторых случаях вместо дискреционных механизмов может быть предпочтительно использование *автоматических* стабилизаторов. Одним из таких стабилизаторов является прогрессивное налогообложение, направленное на смягчение последствий экономического спада для бедных слоев населения. (В результате перехода к НДС страны отходят от прогрессивного налогообложения, а это может привести к тому, что налоговая система будет менее эффективным автоматическим стабилизатором.) Качественные механизмы защиты уязвимых групп населения в кризисные периоды, предпочтительно являющиеся составной частью национальных систем социальной защиты, а также фонды стабилизации бюджета представляют собой еще два важных автоматических стабилизатора.

Главным инструментом антициклической политики должны быть фонды стабилизации бюджета, стерилизующие временные избыточные поступления в государственный сектор. Опыт, накопленный в управлении стабилизационными фондами для сырьевых товаров, имеющих большую важность для бюджета (например, Национальный кофейный фонд Колумбии, чилийские фонды для меди и нефтепродуктов, а также нефтяные фонды в нескольких других странах)³⁵, можно перенести на разработку фондов стабилизации бюджета с более широким охватом³⁶. Аналогичным примером служат инвалютные резервы, обеспечивающие «самострахование» на случай неожиданного прекращения внешнего финансирования (или падения курса национальной валюты).

³⁵ См. анализ опыта некоторых стран в Davis *et al.*, 2003.

³⁶ ЭКЛАК, 1998b.

Смысл использования стабилизационных фондов состоит в том, чтобы откладывать средства в периоды экономического бума в целях их последующего использования при экономическом спаде. Однако у экономистов нет единого мнения о том, когда именно странам следует формировать или использовать стабилизационные резервы. Например, в 2005 году экономика аргентинской провинции Мендоза характеризовалась высокими темпами роста, превышающими средненациональные темпы роста, а бюджет имел активное сальдо. Многие экономисты рекомендовали, чтобы власти Мендозы переводили избыточные средства, остающиеся после покрытия текущих расходов, в антициклический стабилизационный фонд. Однако губернатор Мендозы отметил, что, хотя безработица в провинции находится на уровне 7–8 процентов, что ниже среднего уровня по стране, уровень безработицы неприемлемо высок. По мнению губернатора, было более разумно инвестировать избыточные средства в деятельность, направленную на создание рабочих мест, поскольку экономика провинции была все еще далека от полной занятости.

Существует два критерия, помогающих определить, следует ли израсходовать избыточные средства или перевести их в резерв. Первый основан на прогнозировании будущего. Если сегодня экономика растет, но предполагается, что наступит замедление роста, было бы разумно перевести значительную часть избыточных средств в резерв. Хотя это привело бы к снижению уровня занятости в текущий период, в будущие периоды замедленного экономического роста в резерве будут средства, необходимые для создания новых рабочих мест. Второй основан на предполагаемой отдаче от каждого проекта. Направляются ли государственные средства на капиталовложения и создание рабочих мест, или они идут на потребление? Если средства расходуются на потребление, это вряд ли обусловит будущий экономический рост, и было бы разумнее перевести избыточные средства в резерв. Если же средства направляются на развитие инфраструктуры, это может принести большую выгоду как с точки зрения текущего уровня занятости, так и в плане будущего роста благодаря эффекту множителя и привлечению дополнительных инвестиций из частного сектора, как рассматривалось выше.

Однако с точки зрения политики главная идея приведенного выше анализа заключается в том, что международные финансовые учреждения должны помогать странам формировать стабилизационные фонды, которые могут быть использованы как антициклические инструменты.

Антициклическая налоговая политика, низкокзатратные стимулы и прочие альтернативные механизмы бюджетного регулирования

Хотя стабилизационные фонды стерилизуют избыточные доходы, являющиеся результатом бума на рынках сырьевых товаров или капитала, они обуславливают в лучшем случае *нейтральную*, нециклическую бюджетную политику, тогда как дополнительные доходы, вызванные повышением спроса, идут в резерв. Дополнительным инструментом ярко выраженного антициклического характера могли бы быть плавающие налоговые ставки, особенно предназначенные для предотвращения резких перепадов в уровне расходов частного сектора. Очевидно, что главным кандидатом для налогообложения являются рыночные явления, лежащие в основе роста доходов. Это — традиционный аргумент в пользу налогообложения экспорта в условиях временного резкого повышения цен, которое послужило основой для создания стабилизационных фондов по сырьевым товарам.

Аналогичный же аргумент можно использовать для оправдания более высоких ставок налогообложения в периоды бума притока иностранного капитала, который на сегодняшний день является главным источником роста расходов в частном секторе. Интересно отметить, что этот аргумент дополняет аргументы, касающиеся укрепления финансовой автономии, которое происходит благодаря налогообложению потоков капитала, что будет рассмотрено ниже. Также можно высказаться в пользу временного повышения ставок НДС в периоды потребительского бума и снижения ставок НДС в периоды снижения потребительского спроса³⁷.

Даже те страны, которые не способны привлекать заемные средства для компенсации падения налоговых поступлений в периоды экономического спада, имеют в своем распоряжении некоторые инструменты бюджетной политики, которые можно использовать для стимулирования экономики. Два таких инструмента — это «корректировка налогов в зависимости от расходов» и «низкозатратные стимулы». «Корректировка налогов в зависимости от расходов» означает увеличение ставок налогообложения тех субъектов рынка, которые вряд ли сократят расходы, и снижение налогов для тех, кто, скорее всего, увеличит расходы, что стимулирует экономику. Именно в этом и заключается придание налогообложению более прогрессивного характера (как обсуждалось при рассмотрении автоматических стабилизаторов). Как уже отмечалось, с точки зрения стабилизации экономики эффективность налоговых скидок для бедных слоев населения выше просто потому, что более бедные люди имеют ограниченный доступ к кредитам и наличности. Повышение спроса на товары внутреннего производства и снижение расходов на зарубежные товары также будет способствовать стимулированию экономики.

Странам, возможности которых привлекать заемный капитал ограничены, необходимо ориентироваться на политику, дающую высокие результаты при ограниченных расходах. Механизмы такой политики известны как *низкозатратные стимулы*. Например, кратковременное снижение налогов на продажи может дать значительно больший эффект, чем временное снижение подоходных налогов. Важная роль потоков наличности и кредитных ограничений также указывает на некоторые другие примеры низкозатратных стимулов. Как обсуждалось выше, увеличение размера пособий по безработице для трудящегося населения с низкими доходами может быть особенно эффективно, поскольку практически все это население имеет ограниченный доступ к кредитам и наличности. (Во многих странах увеличение помощи региональным правительствам и муниципальным властям в периоды экономического спада также может послужить хорошим стимулом, поскольку субнациональные правительства часто работают в жестких бюджетных рамках или имеют более ограниченный доступ к финансированию, что в условиях отсутствия помощи вынуждает их сокращать расходы или повышать налоги.)

Государственные капиталовложения могут иметь двойной эффект. Во-первых, это непосредственно стимулирует экономику. Во-вторых, если государственные капиталовложения и инвестиции частного сектора взаимно дополняют друг друга, как обсуждалось выше, увеличение государственных расходов приведет к росту отдачи на инвестиции частного сектора, что привлекает дополнительные инвестиции.

Прочие низкозатратные стимулы касаются фирм. Основным низкозатратным стимулом являются «*прогрессивные* налоговые скидки на инвестиции».

³⁷ Budnevich and Le Fort, 1997.

Прогрессивность таких налоговых скидок на инвестиции заключается в том, что они зависят от роста капиталовложений (например, налоговые скидки могут распространяться на текущие инвестиции, превышающие 80 процентов от прошлогодних инвестиций). Прогрессивные налоговые скидки на инвестиции снижают *удельную стоимость инвестиций* точно так же, как это делают традиционные налоговые скидки на инвестиции (по сути, правительства принимают на себя часть стоимости оборудования или других инвестиций). По крайней мере согласно стандартным моделям прогрессивные налоговые скидки дают такой же стимулирующий эффект, как и полные налоговые скидки на инвестиции, однако связанные с ними государственные издержки заметно ниже, поскольку прогрессивные скидки не распространяются на основную часть (или «базисную часть») инвестиций. (Кстати говоря, американские компании откровенно не интересуются подобными налоговыми скидками на инвестиции именно по этой причине.)

Временное введение прогрессивных налоговых скидок на инвестиции может быть еще более эффективным с точки зрения краткосрочного стимулирования экономики. Временные налоговые скидки на инвестиции снижают стоимость инвестиций в текущем периоде по сравнению с будущими периодами. Это похоже на «распродажу» инвестиционных продуктов «по сниженным ценам», что стимулирует инвестиционную деятельность в текущий период (хотя отчасти это происходит в ущерб будущей инвестиционной деятельности). Однако, когда в условиях неидеальных рынков собственные наличные средства (или собственный капитал) фирмы ограничивает ее инвестиционные возможности, прогрессивные налоговые скидки на инвестиции (будь они постоянными или временными) будут не столь эффективными. При нехватке средств инвестиционная деятельность стимулируется в меньшей мере³⁸.

Другим низкокзатратным стимулом является авансовый или ретроактивный зачет убытков в целях налогообложения. Правительство может продлевать как периоды авансового зачета убытков (когда фирмы пользуются налоговыми скидками не в текущем году, а для сокращения налоговых обязательств в будущие годы), так и периоды ретроактивного зачета убытков (когда налоговые скидки в текущем периоде зачитываются против убытков, понесенных в предыдущие годы). Это дает положительный результат в плане повышения эффективности экономики³⁹, а также позволяет полностью списывать убытки с налогооблагаемых сумм, но лишь в том случае, когда фирмы занимаются инвестиционной деятельностью. Такая политика может стимулировать инвестиции по еще одной причине: по сути, она увеличивает участие государства в разделе инвестиционных рисков. Поскольку готовность фирм вкладывать деньги в инвестиционные проекты зависит от их способности и желания принимать на себя риски, более активное участие государства в разделе рисков стимулирует инвестиционную деятельность. Государства также могут предоставлять частному сектору прямые кредиты под инвестиционные проекты (хотя, разумеется, важно, чтобы эти механизмы были тщательно разработаны, с тем чтобы государство было в состоянии взыскать капитальную сумму кредита и проценты по нему.)

³⁸ Исходя из этого оптимальная налоговая система могла бы предусматривать разные режимы для крупных и мелких фирм. Крупные фирмы получали бы налоговые скидки на чистые инвестиции, тогда как на мелкие фирмы распространялись бы традиционные налоговые скидки.

³⁹ Auerbach, 1991 и Auerbach и Bradford, 2002 утверждают, что ограниченность механизмов авансового и ретроактивного зачета убытков является одной из наиболее важных причин искажений в налоговой системе.

Короче говоря, развивающиеся страны часто сталкиваются с трудностями в плане привлечения заемных средств, что снижает их способность проводить активную бюджетную политику. Однако существуют альтернативные инструменты бюджетной политики, в число которых входят налоговые скидки, стабилизационные фонды (страхование) и некоторые новые инструменты, которые могут противодействовать проциклическому характеру бюджетного регулирования и дают правительствам некоторые возможности по принятию антициклических мер.

Денежно-кредитная политика

Большинство консервативных экономистов считают, что денежно-кредитная политика относительно неэффективна. Согласно их мнениям, экономика обычно функционирует в условиях практически полной занятости (что очевидно не относится к большинству развивающихся стран) и, таким образом, повышение агрегатного спроса не может привести к росту производства, а лишь обусловит рост цен. С другой стороны, сторонники кейнсианской теории считают денежно-кредитную политику важным инструментом макроэкономического управления.

Эффективность денежно-кредитной политики

Опыт последнего времени указывает как на сильные, так и на слабые стороны денежно-кредитной политики. В целом экономисты считают, что денежно-кредитная политика более эффективна с точки зрения сдерживания «перегретой» экономики, чем с точки зрения стимулирования экономики в период спада. Например, денежно-кредитная политика не стала эффективным инструментом стимулирования экономического роста в странах, испытывающих дефляцию (например, в Японии)⁴⁰. Снижение процентных ставок в Соединенных Штатах в 2001–2003 годах практически не стимулировало инвестиционную деятельность, однако оно побудило домовладельцев рефинансировать свои ипотечные займы⁴¹. Снижение ипотечных платежей и укрепление финансового положения домашних хозяйств позволили потребителям поддерживать расходы на неизменном уровне, несмотря на то, что стоимость их активов на фондовых рынках сильно понизилась.

Последствия денежно-кредитной политики в развивающихся странах, вероятно, будут не такими, как в Соединенных Штатах и других промышленно развитых странах. Наиболее эффективным механизмом проведения денежно-кредитной политики является банковская система. В странах с более развитым банковским сектором последствия денежно-кредитной политики могут быть более существенны в случае развивающихся стран, чем в случае развитых стран, поскольку фирмы имеют более ограниченный доступ к небанковским источникам финансирования и обычно в большей мере опираются на банковские кредиты. Во многих менее развитых странах, однако, банковский сектор чрезвычайно малоразвит и большинство фирм ориентируется на самофинансирование. В таких условиях воздействие денежно-кредитной политики на экономику ограничено. Чем уже направленность денежно-кредитной политики, тем выше связанные с ее проведением издержки, поскольку бремя соответствующих корректировок ложится лишь на несколько

⁴⁰ Банк Японии, 2003 год.

⁴¹ Штиглиц, 2003*b*.

секторов. По мере того как процентные ставки повышаются и снижаются в рамках попыток стабилизировать экономику, в этих секторах может возникнуть более существенная нестабильность.

С точки зрения традиционного анализа закрытой экономики снижение процентных ставок ведет к активизации инвестиционной деятельности и повышению темпов роста. Проведенные в последнее время исследования свидетельствуют о существовании дополнительных механизмов, через которые процентные ставки могут содействовать или противодействовать типичным экономическим явлениям. Во-первых, существует несколько каналов, благодаря которым снижение процентных ставок может стимулировать потребление в большей мере, чем это утверждает классическая теория. Изменения в процентных ставках ведут к перераспределению доходов между кредиторами и заемщиками. Распределение доходов важно: заемщики могут быть в большей мере склонны расходовать средства на цели потребления, чем кредиторы. Если доступ фирм и домашних хозяйств к кредитам ограничен, снижение процентных ставок может означать, что у фирм появится больше денег для инвестиций, а у домашних хозяйств — для целей потребления. Кроме того, это может влиять на благосостояние и соотношение между доходами и расходами. При снижении процентных ставок ценность таких активов, как акции и недвижимость, растет; в свою очередь, улучшение благосостояния домашних хозяйств может привести к росту потребления.

Аналогично, с точки зрения традиционного анализа закрытой экономики повышение процентных ставок ведет к замедлению темпов роста перегретой экономики. При более высоких процентных ставках в результате эффекта богатства происходит падение стоимости активов, что усиливает обычный эффект. Поскольку разные фирмы владеют разными активами, это будет иметь разные последствия для их собственного капитала, причем даже осведомленным инвесторам будет непросто в этом разобраться. Таким образом, повышение процентных ставок создает неопределенность, в результате чего происходит дальнейшее снижение экономической активности. Значительное повышение процентных ставок также ослабляет государственные финансы, если объем государственной задолженности, выраженный как доля от ВВП, велик. Связанное с этим увеличение процентных платежей по государственной задолженности может сделать государственную бюджетную политику менее гибкой. Все подобные последствия усиливают реакцию экономики на меры по ужесточению денежно-кредитной политики, направленные на охлаждение экономики и обуздание инфляции.

С другой стороны, результаты последних исследований также указывают на дополнительные причины, почему денежно-кредитная политика может быть *неэффективной*. В частности, Гринволд и Штиглиц подчеркивают, что *кредиты*, а не масса денег в обращении определяют уровень экономической активности. Главную роль в определении предложения кредита играет банковская система. Даже если процентные ставки по казначейским векселям падают, банки могут неохотно идти на предоставление новых кредитов, если они считают свои балансовые позиции слабыми, или когда они считают, что предоставление кредитов связано с очень высокими рисками (и таким образом они могут получить большую отдачу от кредитования правительства, что связано с меньшими рисками)⁴².

⁴² Существует некая «ликвидная ловушка», возникающая не в результате высокой эластичности спроса на кредит, а в силу низкой эластичности предложения банковских кредитов.

В условиях открытой экономики эта ситуация еще больше усложняется в результате воздействия потоков капитала. Стандартный кейнсианский анализ не уделяет непосредственного внимания притоку иностранного капитала. В рамках этого анализа предполагается, что экономические последствия притока иностранного капитала могут быть полностью стерилизованы за счет денежно-кредитной политики. Однако такой анализ игнорирует влияние потоков капитала на предложение кредита. Потоки капитала воздействуют на ресурсы домашних хозяйств и фирм, а также на деятельность банков по предоставлению кредитов.

Одна из причин, затрудняющих понимание влияния денежно-кредитной политики на открытую экономику, особенно в условиях плавающих валютных курсов, связана с трудностями в прогнозировании последствий притока капитала. Общепринято, что *при прочих равных условиях* рост реального дохода страны в результате политики экономического роста, вероятно, будет способствовать стимулированию притока капитала. Аналогично, опять же *при прочих равных условиях*, повышение процентных ставок (например, связанное с политикой сокращения денежной массы в обращении) будет способствовать привлечению капитала и росту курса валюты (и наоборот — снижение процентных ставок приведет к оттоку капитала и снижению курса валюты). Однако «прочие условия» никогда не равны, особенно в силу сложных взаимосвязей между процентными ставками и потоками капитала.

В открытой экономике более низкие процентные ставки могут привести к оттоку капитала и снижению курса валюты. Это, в совокупности с ослаблением финансовых позиций, которое зачастую обуславливается девальвацией валюты, может ограничить предложение кредита и нейтрализовать естественные последствия снижения процентных ставок для совокупного спроса, или даже обусловить обратный эффект. Любые попытки директивных органов противодействовать падению спроса путем дальнейшего снижения процентных ставок по крайней мере частично будет в ущерб экономике, поскольку снижение процентных ставок приведет к еще большему оттоку капитала. *Иными словами, открытость рынков капитала ограничивает эффективность денежно-кредитной политики.*

С другой стороны, падение курса валюты имеет важные средне- и долгосрочные последствия, которые могут усилить влияние снижения процентных ставок. Падение курса валюты повышает конкурентоспособность экспортирующих отраслей и отраслей, конкурирующих с импортом, что ведет к увеличению объема производства и стимулирует внутренний технологический прогресс, что будет рассмотрено более подробно в разделе, посвященном валютной политике. Этот эффект часто проявляется с запозданием, и в краткосрочной перспективе может быть неочевидным. Однако иногда последствия могут быть ощутимы моментально, как было в случае России после девальвации 1998 года, что рассматривается ниже.

Иногда последствия повышения процентных ставок могут иметь ограниченный или обратный эффект, поскольку более высокие процентные ставки могут привлечь дополнительный приток капитала, ведущий к росту предложения кредита и активизации инвестиционной деятельности. В дополнение к этому повышение процентных ставок создает два среднесрочных эффекта. Во-первых, когда Центральный банк поднимает процентные ставки, это обычно касается краткосрочных ставок, что стимулирует приток краткосрочного, спекулятивного капитала. Этот капитал обычно идет на потребление или приобретение недвижимости, а не на цели инвестирования в долгосрочные, продуктивные проекты. Вследствие этого краткосрочный бум приобретает еще большие

масштабы, не оказывая долгосрочного позитивного влияния на экономический рост. Во-вторых, увеличение притока капитала ведет к повышению курса валюты. Это может привести к замедлению экономического роста в краткосрочной и долгосрочной перспективе, поскольку это ведет к снижению конкурентоспособности экспортных отраслей и отраслей, конкурирующих с импортом. Приток капитала может обусловить изменения в структуре производства и препятствовать средне- и долгосрочному росту, тогда как более высокие процентные ставки практически не влияют на краткосрочный бум.

Более того, приток капитала всегда сменяется оттоком капитала. В середине 1990-х годов приток спекулятивного капитала в Таиланд привел к формированию «мыльного пузыря» на рынке недвижимости. Когда в 1997 году этот пузырь лопнул, не оправдались и ожидания гарантированной высокой отдачи на инвестиции. Приток капитала прекратился, и начался вывоз капитала. В конце 1990-х годов страны Латинской Америки оказались в уязвимом положении в результате высокой задолженности, большого дефицита по текущим счетам, а также в результате завышенного курса валют, что стало результатом периода активного притока капитала. Когда в 1998 году глобальное отношение к новым рынкам изменилось, произошел отток капитала.

Типичные меры борьбы с кризисом требуют, чтобы центральные банки снижали процентные ставки, а правительства стимулировали экономику за счет увеличения государственных расходов и/или снижения налогов. Однако страны с открытыми рынками капитала зачастую не могут сделать ни того ни другого. Вместо того чтобы для предотвращения экономического спада снижать процентные ставки (особенно если экономический спад связан с кризисом), страны с открытыми рынками капитала часто поднимают процентные ставки для предотвращения оттока иностранного капитала. И опять, эффективность денежно-кредитной политики сильно ограничивается.

Тем не менее, в последние годы многие экономисты из высокоразвитых промышленных стран утверждают, что денежно-кредитная политика более эффективна с точки зрения стабилизации экономики, чем бюджетное регулирование. Они утверждают, что политические процессы, необходимые для изменения уровня налогообложения или государственных расходов, требуют слишком много времени, тогда как денежно-кредитные власти могут действовать более оперативно. Отмеченные выше недостатки денежно-кредитной политики, а также недостатки обсуждавшейся ранее политики бюджетного регулирования говорят о том, что необходимо найти новаторские подходы к использованию и той и другой политики в условиях экономической нестабильности, характерной для развивающихся стран.

Инструменты денежно-кредитной политики

Исторически, для контроля над денежной массой в обращении большинство центральных банков прибегало к прямым методам воздействия, таким как регулирование и контроль. В конце 1970-х и середине 1980-х годов большинство промышленно развитых стран перешло на использование косвенных инструментов, таких как операции на открытом рынке, которые выражаются преимущественно в рыночной интервенции. В 1990-х годах в рамках усилий по превращению в «новые рынки» многие развивающиеся страны последовали примеру промышленно развитых стран.

Центральный банк Новой Зеландии, например, перешел от прямых к косвенным инструментам в 1985 году. Центральный банк Новой Зеландии заключил: «в прошлом, особенно на начальном этапе, [прямой контроль] обеспечивал

эффективный денежно-кредитный контроль.... [однако] существовавшая система сделала процесс распределения кредитов запутанным и неэффективным, поскольку кредиторы отдавали предпочтение существующим и зарекомендовавшим себя заемщикам»⁴³.

Тем не менее, переход Новой Зеландии к использованию косвенных механизмов дал спорные результаты. В этом же отчете Центрального банка отмечается, что «более высокие процентные ставки часто привлекают иностранных покупателей новозеландских долларов, обуславливая повышение курса валюты и приводя к тому, что часть — иногда существенная — бремени корректировок ложится на экспортный сектор независимо от того, наблюдается инфляционное давление в этом секторе или нет... В силу того, что корректируется лишь один инструмент — процентные ставки», — такой дисбаланс болезненно неизбежен: использование единой процентной ставки означает, что одна и та же процентная ставка применяется ко всем регионам и ко всем секторам».

В этом разделе будут рассмотрены стандартные инструменты денежно-кредитной политики, а также еще раз будет проанализирован вопрос о том, можно ли разработать инструменты альтернативной денежно-кредитной политики, повышающие ее эффективность, основываясь на знании недостатков прямых механизмов, использовавшихся в прошлом.

Косвенные инструменты денежно-кредитной политики

В число стандартных косвенных интервенций входят операции на открытом рынке, изменения к резервным требованиям, а также кредитные операции Центрального банка. Большинство развивающихся стран в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики используют *операции на открытом рынке*. Операции на открытом рынке наиболее эффективны в странах с относительно хорошо развитыми и ликвидными рынками капитала. Некоторые страны, не отвечающие этому требованию, решают этот вопрос за счет эмиссии казначейских векселей, которые продаются на первичном рынке через аукционы. Объем новой эмиссии векселей за вычетом векселей, по которым наступают сроки погашения, дает эффект аналогичный увеличению или сокращению денежной массы в обращении подобно операциям на открытом рынке. Тем не менее, когда рынки плохо развиты или неликвидны, ценовой сигнал обычно слаб, и этот подход обычно дополняется другими механизмами.

Второй инструмент денежно-кредитной политики — это *дисконтная ставка*. Дисконтная ставка представляет собой процентную ставку по краткосрочным кредитам, предоставляемым Центральным банком коммерческим банкам. Некоторые центральные банки используют дисконтную ставку в качестве сигнала; другие же, особенно в случае стран со слабо развитыми рынками, в которых операции на открытых рынках не очень эффективны, используют дисконтную ставку как основной инструмент денежно-кредитной политики. В условиях нехватки ликвидных средств Центральный банк также может выступать в качестве кредитора последней инстанции, используя дисконтное окно.

Третий способ регулирования денежной массы в обращении — это изменение требований к размеру *резервного капитала*. Коммерческие банки обязаны хранить определенный процент от своего общего резервного капитала в Центральном банке. В большинстве промышленно развитых стран резервные требования редко используются в качестве механизма денежно-кредитной

⁴³ Reserve Bank of New Zealand, 2000.

политики. Однако этот инструмент может быть полезным, особенно когда его использование направлено на конкретные сектора, что обсуждается ниже в разделе, посвященном «прямым механизмам».

Прямые механизмы и прочие микроэкономические меры

Денежно-кредитная политика — это грубый инструмент: повышение процентных ставок влияет на все сектора экономики, будь то сектора, переживающие период бума, испытывающие незначительное оживление, или сектора, по-прежнему находящиеся в состоянии спада. Вместо того чтобы полагаться на процентные ставки, власти могут применять другие меры, направленные на конкретные сектора экономики. В этой связи перед развивающимися странами встает три особо важных вопроса: как охладить перегревшийся сектор, как стимулировать предложение кредита в конкретных секторах, испытывающих нехватку средств, а также как стимулировать банковское кредитование, когда ограничения носят более общий характер.

Прямые меры могут быть чрезвычайно полезны в развивающихся странах, которые хотят сохранить темпы экономического роста, однако опасаются, что избыточное инвестирование в конкретном секторе может иметь негативные последствия. Если в каких-то секторах наблюдается эффект «мыльного пузыря», центральные банки могут увеличить резервные требования применительно к кредитованию в этих секторах, например в случае кредитования операций с недвижимостью и на рынках ценных бумаг. Этот механизм мог бы быть эффективным средством противодействия формированию мыльных пузырей до наступления азиатского кризиса. Аналогично, многие экономисты призывали Гринспена увеличить требования к резервному капиталу при кредитовании биржевых операций с акциями технологических компаний во время бума в США. Для противодействия спекулятивному буму также можно использовать повышение ставок налогообложения на прирост капитала. В отличие от повышения процентных ставок и операций на открытом рынке, которые связаны с эмиссией Центральным банком казначейских векселей с более высокими процентными ставками, эти виды прямых механизмов также выгодны тем, что они не связаны с большими бюджетными расходами.

Эти меры могут быть особенно полезными в условиях неэффективности банковской системы. Тогда как косвенные инструменты обычно требуют наличия хорошо развитых денежных рынков, прямые механизмы относительно просты в использовании. Во многих развивающихся странах рычаги административного контроля функционируют по-прежнему достаточно хорошо, по крайней мере значительно более эффективно, чем традиционные механизмы проведения денежно-кредитной политики. Например, административные меры, принятые Китаем в 2004–2005 годах, как представляется, относительно эффективно противодействовали буму на рынке недвижимости. Если бы правительство опиралось на повышение процентных ставок, то одновременно с прекращением спекулятивного бума (или еще до того) произошло бы сокращение инвестиций в промышленные предприятия и другие сферы экономики, развитие которых необходимо для создания новых рабочих мест.

В условиях нормирования кредитных потоков, существующих в большинстве развивающихся стран, важен не столько спрос на кредиты, сколько предложение кредита. Поэтому власти должны принимать меры, побуждающие банки увеличивать кредитование. Например, изменения в политике по регулированию требований к собственному капиталу и прочих аспектов банковской деятельности может повлиять на предложение кредита. Когда

инфляция является результатом снижения предложения в секторах экономики, испытывающих нехватку кредитных средств, власти могут рассмотреть новаторские подходы, обеспечивающие приток кредитов в эти сектора, вместо того, чтобы поднимать процентные ставки, которые приведут к замедлению экономики в целом. Одним из таких инструментов служат банки развития, направляющие кредиты в нуждающиеся сектора. Исследования, проведенные в последнее время определяли нуждающиеся сектора по факту крушения рынков, замедлению роста или неспособности пользоваться рыночными механизмами, а не на основе прогнозирования⁴⁴.

Говоря более обобщенно, во многих развивающихся странах банки часто имеют избыток ликвидных средств. Вместо предоставления кредитов они предпочитают покупать государственные облигации или даже облигации иностранных правительств и корпораций. Это случается особенно часто в периоды кризисов: в такие периоды, когда экономика особенно нуждается в притоке кредитов в частный сектор во избежание «кредитного голода», банки считают, что кредитование частных фирм связано с чрезмерными рисками. Однако существует ряд механизмов, при помощи которых правительства и финансовые органы могут в таких условиях стимулировать банковское кредитование. Например, они могут облагать налогом избыточные резервы или вводить налоги на прирост капитала от валютных операций (тем самым препятствуя спекулятивным операциям банков с иностранной валютой). Они также могут прибегать к более непосредственному регулированию, например запрещая банкам держать чистые активы в иностранной валюте (будь то в виде кредитов или облигаций). В крайнем случае, они могут активно противодействовать банкам в приобретении государственных облигаций (например, за счет ограничения объема избыточных резервных средств, которые разрешено держать в форме государственных облигаций, или путем перевода таких облигаций в категорию более высокого риска).

Ограничение потоков капитала и их регулирование — это еще один важный набор инструментов, использование которых может укрепить независимость центральных банков в плане проведения денежно-кредитной политики, что будет более детально рассмотрено позднее. В периоды экономического бума регулирование капитальных счетов дает финансовым властям возможность поднимать процентные ставки, не привлекая избыточный приток иностранного капитала. В периоды спада центральные банки могут снижать процентные ставки, не вызывая массивный отток капитала. В этих целях также могут использоваться экономические нормативы.

Макроэкономические аспекты экономических нормативов

Изменения в регулировании банковской системы имеют более существенные макроэкономические последствия, чем обычно считается (при макроэкономическом анализе их последствия обычно игнорируются). Для снижения риска, связанного с индивидуальными характеристиками заемщиков, банки пользуются микроэкономическими инструментами управления рисками, и экономические нормативы призваны стимулировать банки контролировать именно эти риски. Однако значительно труднее компенсировать риски, связанные с элементами, касающимися всех субъектов рынка, например с последствиями макроэкономической политики и фазой экономического цикла. В последние годы значительно большее внимание уделяется рискам *макроэкономического* происхождения и тому, как следует использовать

⁴⁴ Rodrik, (документ в работе).

экономические нормативы в качестве инструмента макроэкономической политики.

Традиционные инструменты регулирования, в том числе стандарты, предусмотренные Базельскими соглашениями I и II, имеют проциклический характер⁴⁵. В рамках этих систем банки должны формировать резервные фонды для покрытия безнадежной задолженности или покрытия прогнозируемых кредитных убытков в краткосрочной перспективе. Поскольку в периоды бурного экономического роста прогнозы редко говорят о возможных убытках, эти системы неэффективны с точки зрения противодействия чрезвычайно рискованной деятельности в периоды бума. Резкое увеличение размеров безнадежной задолженности в периоды экономического спада (или кризиса) ведет к росту убытков банков или вынуждает их увеличивать отчисления в резервные фонды, что ограничивает их возможности по предоставлению кредитов. Это может привести к «зажиманию кредитных средств» и дальнейшему ухудшению экономического положения в стране⁴⁶.

Учитывая, что все эти процессы играют центральную роль в экономических циклах развивающихся стран, с точки зрения государственной политики чрезвычайно важно определить, как придать экономическим нормативам и государственному надзору более антициклический характер⁴⁷. Например, финансовые власти могут отказаться от правоприменения, позволяя банкам продолжать операции даже при недостаточном уровне капитализации. (Когда банки продолжают вести операции в подобных условиях, власти должны следить за тем, чтобы не допустить выдачи банками чрезмерно рискованных кредитов и за тем, чтобы не произошло разграбления банков их же работниками, т.е. чтобы не возникла проблема морального риска)⁴⁸

Испанская система авансовых резервных начислений, введенная в декабре 1999 года, является важным нововведением с точки зрения противодействия проциклическим элементам нормативного регулирования экономики. В рамках этой системы резервные начисления осуществляются *в момент предоставления* кредитов, исходя из *предполагаемых* (или, иными словами, «отсроченных») убытков. Такие «отсроченные» риски оцениваются на основе анализа всего экономического цикла, а не состояния экономики на данный момент⁴⁹. Использование этой системы подразумевает, что резервные начисления делаются на основе критериев, традиционно применяемых в страховой отрасли (т.е. резервные начисления происходят в момент выдачи страхового полиса), а не в банковской отрасли (где резервные начисления делаются в момент наступления сроков погашения кредитов).

⁴⁵ Касательно Базельского соглашения II, см. Griffith-Jones and Persaud (документ в работе). Поскольку рейтинги кредитоспособности проциклически, оценка риска на основе таких рейтингов, как рекомендуется в Базельском соглашении II, также является проциклической практикой.

⁴⁶ Поэтому внезапное введение жестких регулирующих стандартов в периоды кризиса может в еще большей мере снизить предложение кредита. Хотя власти должны принимать четко определенные правила для восстановления доверия, введение жестких стандартов должно быть постепенным.

⁴⁷ См. Окампо, 2003a, - следующий анализ основан на этой работе.

⁴⁸ Akerlof and Romer, 1993.

⁴⁹ Fernández de Lis *et al.*, 2001.

В рамках испанской системы резервные начисления⁵⁰ накапливаются в фонде⁵¹, размеры которого растут в периоды бурного экономического роста и используются в периоды спада. Если ресурсы фонда адекватны, банкам нет необходимости делать дополнительные резервные отчисления для покрытия новых убытков по кредитам в периоды экономического спада. Хотя накопление и расходование средств таких фондов характеризуется антициклической динамикой, на самом деле этот механизм противодействует лишь циклическим тенденциям в банковском кредитовании. Строго говоря, эта система «циклонеutralна», а не антициклична, однако, без сомнения, ее эффективность значительно выше эффективности традиционных механизмов проциклической защиты от потерь по кредитам.

Строго антициклические экономические нормативы должны дополнять подобную систему. Нормативные критерии могут предписывать дополнительные резервные отчисления на случай непогашения кредитов, когда, по мнению властей, налицо чрезмерные объемы кредитования (по отношению к какому-то целевому показателю), или лимиты на предоставление кредитов секторам, характеризующимся системными (характерными для экономики в целом) рисками, например, строительному сектору. В качестве альтернативы можно использовать прямые ограничения на рост объемов кредита или ограничения на предоставление новых кредитов под некоторые рискованные проекты. Такое регулирование также может дополняться более конкретными мероприятиями, направленными на контролирование несоответствия требований и обязательств по валютным операциям и по срокам (включая операции с вторичными ценными бумагами), например, ограничения на объем кредитов в иностранной валюте, предоставляемых внутренним неторгуемым секторам. Постольку поскольку вероятность более существенной макроэкономической нестабильности в развивающихся странах высока, возможно имеет смысл требовать более высоких коэффициентов покрытия риска, однако резервные отчисления на случай убытков по кредитам, возможно, представляют собой более правильное решение⁵².

Помимо этого, экономические нормативы должны предписывать адекватные уровни ликвидности для финансовых посредников с тем, чтобы они были способны урегулировать несоответствие срочности активов и пассивов. Это несоответствие является неотъемлемой частью повседневной деятельности финансовых учреждений, связанной с трансформацией сроков, однако оно создает риски, связанные с колебаниями объема депозитов и/или процентных ставок. Во многих странах достаточность ликвидных средств обеспечивается за счет резервных требований, которые являются чисто инструментом денежно-кредитной политики, однако в силу снижения их роли необходимо искать новые инструменты.

Альтернативная система могла бы основываться на требованиях к ликвидности или резервам, которые определяются на основе чистых сроков по активам и

⁵⁰ В рамках этой системы размеры резервных начислений оцениваются либо на основе внутренней модели управления рисками финансового учреждения, либо на основе стандартной модели, предложенной Центральным банком Испании. Согласно последней, существует шесть категорий, определяющих ежегодные резервные начисления в размере от 0 до 1,5 процента.

⁵¹ Средства этого фонда объединяются с традиционными резервными отчисления в счет неприбыльных активов или обязательств неблагонадежных заемщиков, а также с суммами возмещенных неприбыльных активов.

⁵² See Rojas-Suarez, (документ в работе).

пассивам общего баланса финансового учреждения в зависимости от его структуры активов и пассивов. Стоимостная оценка закладных активов под предоставленные кредиты также связана со сложностями, когда цены на эти активы нестабильны, поскольку во многих случаях цены, использованные при стоимостной оценке закладных активов, могут быть значительно выше фактических цен. Введение либо коэффициентов, ограничивающих соотношение стоимости кредитов и закладных активов, и/или правил, регулирующих корректировку стоимости закладных активов с поправкой на циклические колебания цен, могло бы позволить избежать некоторые из этих проблем.

Необходимо подчеркнуть, что любой подход к регулированию имеет четкие пределы и связан с издержками, которые нельзя игнорировать. Использование экономических нормативов представляет собой дискреционный механизм, подверженный злоупотреблению. Опыт также подсказывает, что даже в рамках качественных систем регулирования в промышленно развитых странах периодически наблюдается эйфория и риски недооцениваются. Аргентинский кризис 2001 года — это как раз тот случай, когда система экономических нормативов, считающаяся одной из лучших в развивающихся странах, функционирующая в рамках финансового сектора, который характеризуется широкомасштабным присутствием многонациональных банков, без сомнения, не смогла защитить внутреннюю финансовую систему от последствий валютных потрясений и других важных макроэкономических явлений.

Валютная политика

Когда другие инструменты стимулирования экономики развиты недостаточно хорошо (ситуация, типичная для развивающихся стран), низкий курс валюты может быть эффективным инструментом обеспечения экономического роста и создания новых рабочих мест. Низкий курс валюты стимулирует интерес к экспорту благодаря удешевлению национальных товаров за рубежом и содействует развитию национальных отраслей, конкурирующих с импортом (импорт замещающих отраслей), удорожая иностранные товары по отношению к национальным товарам. Таким образом, использование валютной политики — это не просто тактический ход в целях ценового регулирования, а, возможно, стратегический маневр, если преднамеренно заниженный курс валюты сохраняется в течение определенного периода времени, что облегчает проникновение национальных товаров на дифференцированный мировой рынок готовой продукции⁵³. Некоторые азиатские страны использовали подобный стратегический подход к валютной политике для продвижения готовых товаров на мировые рынки. Подобно этому, чилийскому буму 1990-х годов несомненно предшествовал период 1980-х и начала 1990-х годов, когда правительство проводило политику заниженного валютного курса.

Сегодня конкурентоспособный валютный курс считается неременным условием динамичного роста и повышения занятости в развивающихся странах⁵⁴. Он позволяет национальным фирмам выиграть за счет быстрого роста международной торговли и привлекает иностранные фирмы, ищущие наиболее благоприятные условия для производства своих товаров за рубежом. Это также может косвенно стимулировать национальный технический прогресс

⁵³ Frenkel and Taylor. 2006.

⁵⁴ Эта точка зрения (с особым упором на занятость) аргументируется Френкилем, 2004 год.

и способствовать приобретению новых знаний о рационализации производства на основе наилучших технологий, а также о наилучших методах маркетинга для проникновения на глобальные рынки. Кроме того, конкурентоспособный валютный курс означает, что активизация экспортного производства стимулирует укрепление секторов национальной промышленности, поскольку экспортеры предпочитают приобретать факторы производства и услуги на внутреннем рынке. Учитывая глобальное ослабление торговых барьеров, импорт замещающие сектора рассматривают конкурентоспособный валютный курс как их главный (а возможно, и единственный) инструмент защиты.

При повышении валютного курса иногда возникает обратная ситуация. Пару десятилетий назад этот вопрос рассматривался в литературе по «голландской болезни», которая также известна как «инвалютное проклятие». В этой литературе анализировались долгосрочные убытки, связанные с чрезмерным притоком иностранной валюты в результате открытия новых месторождений полезных ископаемых или резкого подъема на рынке капитала. В последнее время все более активно обсуждается вопрос о влиянии «голландской болезни» на иностранную помощь, что рассмотрено ниже. Главное соображение состоит в том, что неудержимый приток иностранной валюты ведет к реальному повышению валютного курса и может нанести непоправимый ущерб экспортным и импорт замещающим секторам, а также может привести к необратимым потерям в плане технического прогресса и прочих выгод, связанных с развитием этих секторов. Такая «деиндустриализация» (как иногда называют это явление) означает, что чрезмерный приток иностранной валюты может иметь не только позитивные, но и негативные последствия.

Однако девальвация несет в себе и риски. Девальвация может привести к инфляции, поскольку, например, в ее результате растут цены на импорт. Во-вторых, это может иметь последствия для финансового положения стран или национальных фирм. Если страна (или национальные фирмы в этой стране) привлекали и предоставляли кредиты в иностранных валютах, девальвация обуславливает изменение стоимостной оценки бюджета государства и отдельных фирм. Например, эти последствия особенно ярко выразились в Индонезии во время азиатского кризиса. Когда в результате девальвации национальной валюты стоимость задолженности, выраженная в национальной валюте, возросла, многие компании оказались неспособны рассчитываться по задолженности во иностранной валюте, что привело к многочисленным банкротствам во всех секторах экономики.

Последствия девальвации

Последствия девальвации для совокупного спроса и экономического роста

Как мы уже отметили, девальвация национальной валюты должна стимулировать экспорт и укреплять импорт замещающие сектора, а также вести к росту доходов и производства. Влияние девальвации на импорт в некоторых случаях может быть мгновенным. Например, в результате девальвации в России и Аргентине произошло широкомасштабное и стремительное замещение импорта продукцией национального производства, что привело к сокращению дефицита платежного баланса и возрождению внутреннего производства. Тем не менее, последствия для экспорта и некоторых импорт замещающих секторов становятся заметны не сразу. Более того, девальвация может приводить к краткосрочному падению агрегатного спроса⁵⁵. Это может привести к явлению,

⁵⁵ Diaz-Alejandro and Velasco, 1988, ch. 1, and Krugman and Taylor, 1978.

которое обычно описывается «кривой J», то есть первоначальное снижение спроса в результате девальвации сменяется более продолжительным периодом роста спроса.

Существует несколько причин, по которым последствия девальвации для экспорта и импорт замещающих секторов часто становятся заметными не сразу. Экспортером требуется время, чтобы найти новые рынки сбыта своей продукции, и в некоторых более серьезных случаях компании вынуждены проводить полную реорганизацию. Более того, если фирмы считают, что реальная девальвация носит лишь временный характер и вызвана инфляцией, она приведет к ограниченному росту новых инвестиций в экспортных и импорт замещающих отраслях. Прежде чем фирмы будут готовы инвестировать, им необходимо убедиться, что повышение прибыльности, вызванное девальвацией, будет носить долгосрочный характер.

Также существует несколько причин, обуславливающих связанное с девальвацией первоначальное падение спроса. Первая из них связана с тем, что девальвация может оказать негативное воздействие на уровень зарплаты. Если рост заработной платы отстает от роста цен на импортные и экспортные потребительские товары, совокупный спрос и совокупное производство снизятся из-за снижения покупательной способности потребителей. (Аналогичный эффект наблюдается и когда темпы увеличения денежной массы в обращении недостаточно высоки для компенсации более высоких цен.) Когда внутренние фирмы сталкиваются с нехваткой кредитов и имеют сложности с привлечением заемных средств, краткосрочное падение спроса в результате девальвации может быть особенно существенным. Фирмы экспортных и замещающих импорт секторов могут иметь недостаточно средств для приобретения полуфабрикатов и средств производства, и им может быть трудно найти средства для инвестирования и расширения производства в целях удовлетворения будущего спроса.

Наконец, девальвация также связана с существенным перераспределением богатства, особенно в краткосрочной перспективе. Экспортеры выигрывают, а импортеры теряют. Должники в иностранной валюте теряют, тогда как владельцы чистых активов в иностранной валюте выигрывают. Так же, как мы уже отмечали, темпы роста заработной платы могут отставать от инфляции. Те, кто в результате девальвации несет убытки, становятся активными противниками девальвации, тогда как связанные с девальвацией долгосрочные выгоды для экономики в целом (например, рост экспорта и сбыта импорт замещающих товаров) могут быть в краткосрочной перспективе неочевидны.

В целом, общее мнение таково, что обычно позитивные последствия для экспортных и импорт замещающих отраслей перевешивают негативные последствия, в результате чего в среднесрочной и долгосрочной перспективе девальвация ведет к экономическому росту. Более того, для снижения или компенсации негативных последствий девальвации правительства могут проводить неортодоксальную политику, например предоставлять дополнительные торговые кредиты или временные налоговые льготы на инвестиции для внутренних инвестиционных проектов.

Влияние девальвации на инфляцию

В целом масштабы и продолжительность последствий падения валютного курса зависят от того, как девальвация влияет на инфляцию и чистое изменение реального валютного курса. Начнем анализ с рассмотрения прямого влияния изменения валютного курса на цены. Если предположить, что валютный курс

падает, то девальвация приведет к повышению цен на импортные и экспортные товары. Цены на импорт, выраженные в национальной валюте, растут. Это же справедливо и в отношении экспортных товаров, поскольку, продавая свою продукцию на зарубежных рынках, фирмы обычно получают больший доход в национальной валюте.

Степень влияния девальвации на инфляцию, вероятно, будет зависеть от доли используемых в экономике импортных товаров, особенно полуфабрикатов и средств производства. Если доля импортных товаров велика, девальвация может обусловить рост производственных издержек во многих отраслях. Этот эффект может иметь «моментальный» характер, т.е. повышение цен на торгуемые товары находит моментальное отражение в индексе внутренних цен без дальнейшего влияния на цены. Но это может привести и к возникновению инфляционной спирали.

Оправданны опасения в отношении инфляции или нет, в значительной степени зависит от прогнозов на будущее, структуры экономики (т.е. уровня индексирования, такого, например, как наличие в номинальных контрактах оговорки о скользящей заработной плате), а также от того, как государство и другие субъекты экономической деятельности реагируют на изменение валютного курса. Например, трудящееся население может отреагировать на первоначальные инфляционные последствия, требуя повышения оплаты труда.

Представляется, что, по крайней мере в последние годы, в тех случаях, когда экономика характеризовалась существенным замедлением (когда, например, безработица достаточно высока), девальвация обычно *не приводит* к долгосрочному росту инфляции. Мы наблюдали существенное снижение курсов национальных валют, которое не привело к инфляционным спиралью в странах Восточной Азии, в Аргентине, а также в Бразилии в период после кризисов в странах Восточной Азии и Латинской Америки в 1990-х годах. То же справедливо и в отношении Индии в период после ее кризиса внешней задолженности в начале 1990-х годов. Прогнозы на будущее, по крайней мере частично, зависят от исторического опыта. История последних лет демонстрирует, что даже существенная девальвация не обязательно приводит к периодам продолжительного роста инфляции. Это означает, что в перспективе вероятность того, что девальвация обусловит индексирование и инфляционные корректировки, менее велика.

В целом положительные последствия девальвации для экономического роста обычно перевешивают издержки, связанные с умеренной инфляцией. Однако последствия девальвации также зависят от того, как финансовые власти реагируют на возникающую в результате девальвации инфляцию. Если реакция финансовых властей выражается в повышении процентных ставок (что возможно в связи с правилами, касающимися строгого соблюдения инфляционных нормативов), то положительные последствия девальвации (такие, как экономический рост в экспортных и замещающих импорт секторах, а также возможные положительные последствия для экономики в целом) будут не так ощутимы. Повышение процентных ставок в качестве ответной меры на угрозу роста темпов инфляции, вызванного девальвацией национальной валюты, проблематично, даже если борьба с инфляцией является насущной целью. (Как обсуждалось выше, ключевой вопрос состоит в том, ведет ли девальвация к единовременному повышению цен, или она приведет и к повышению цен и ускорению темпов инфляции в будущем.)

Влияние девальвации на реальные балансовые показатели

Если страны или их национальные фирмы привлекали и предоставляли кредиты в иностранной валюте, девальвация приведет к изменению стоимостных показателей государственного бюджета и балансов отдельных фирм. Такое изменение стоимостных показателей может придать валютной политике проциклический характер: вместо повышения доходности в результате укрепления конкурентоспособности могут участиться случаи банкротства и может произойти снижение предложения кредита, в результате чего в стране может наступить экономический спад.

Как мы уже отмечали, в результате девальвации стоимость обязательств в иностранной валюте по отношению к внутренним активам возрастает. Например, должникам может быть труднее погашать кредиты в иностранной валюте. Это имело особенно серьезные последствия для Индонезии во время азиатского кризиса. Многие компании оказались неспособны рассчитываться по своим крупным обязательствам в иностранной валюте, когда девальвация привела к росту их задолженности, выраженной в национальной валюте. Увеличение числа банкротств, происходящее в результате этого, может негативно сказаться на экономическом росте и объеме производства во всех секторах экономики.

Если страна является чистым заемщиком, девальвация обычно ведет к ухудшению ее экономического положения. Стоимость внешней задолженности страны увеличится, а ухудшение финансового положения фирм-должников приведет к снижению спроса и уровня инвестиционной деятельности. (Это одна из причин, обусловивших катастрофический характер азиатского кризиса.) Если страна является чистым кредитором, при средних условиях девальвация пойдет ей на пользу, поскольку стоимость активов в иностранной валюте возрастет. Однако, даже если страна является чистым кредитором в целом, некоторые фирмы все же являются чистыми заемщиками, и экономические последствия их убытков могут более чем нейтрализовать положительные последствия для фирм, находящихся в лучшем положении. Таким образом, последствия девальвации валюты будут в значительной мере зависеть от состояния бюджета национальных фирм, домашних хозяйств и самого правительства. Кроме того, поскольку кредиторам обычно неизвестно точное состояние бюджета каждой фирмы, которой они предоставляют кредит, а фирмам неизвестно точное состояние бюджета каждой из фирм, с которыми они сотрудничают, существенная девальвация ведет к экстремальной неопределенности.

Если государственный бюджет страны характеризуется большим объемом внешнего долга, то девальвация валюты настолько увеличивает стоимость государственных займов и риск дефолта, что иногда страны опасаются ослабления своих национальных валют. Повышение стоимости означает, что правительства могут сокращать реальные государственные расходы, и, таким образом, *чистые* последствия девальвации могут быть отрицательными: сокращение государственных расходов может превзойти чистый прирост дохода от экспорта.

Такие последствия для государственного бюджета указывают на то, что важно, чтобы правительства контролировали уровень своих обязательств в иностранной валюте. Кроме того, хорошая институциональная структура может способствовать минимизации последствий девальвации для финансового положения фирм частного сектора. Если до девальвации было обеспечено соблюдение экономических нормативов, касающихся требований к резервным отчислениям, это может ограничить риски банков (и, косвенно, фирм) в иностранной валюте. Если страна имеет хорошее законодательство о

банкротстве, скажем, берущее за основу главу 11 закона о банкротстве США, благодаря которому возможна быстрая корпоративная реорганизация, потери страны от девальвации можно ограничить⁵⁶.

Для выработки эффективной экономической политики необходимо оценивать положение в каждой конкретной стране. Если страна является *чистым* должником в иностранной валюте, девальвация обычно имеет негативные последствия для баланса. Если страна является чистым кредитором, для нее девальвация обычно связана с положительными результатами. Эти последствия для баланса (бюджета), таким образом, необходимо соизмерять с положительным влиянием более низкого валютного курса на экономический рост и развитие, как обсуждалось выше. Важны исходные условия. Важна структура бюджета; важна институциональная структура; важен выбор валютного режима.

Полемика по вопросу валютного режима

Режимы фиксированных и плавающих валютных курсов

При режиме фиксированных (или неизменных) курсов директивные органы определяют валютный курс, а финансовые власти проводят интервенцию на рынке иностранных валют, покупая или продавая инвалютные резервы для обеспечения неизменности курса. Тем самым они сильно ограничивают свои возможности по проведению денежно-кредитной и бюджетной политики (например, снижение процентных ставок обычно приводит к притоку иностранного капитала, что оказывает давление на валютный курс). При валютном режиме гибких или плавающих курсов у правительства нет необходимости покупать или продавать инвалютные резервы. Валютный курс имеет андрогенный характер (иными словами, определяется рыночными силами), однако власти воздействуют на него через рычаги бюджетной и валютно-кредитной политики. Эффективность денежно-кредитной (и бюджетной) политики в странах с открытой экономикой все же ограничена в результате влияния потоков капитала (как обсуждалось выше), хотя и не в такой мере, как в условиях режима фиксированных валютных курсов.

Вместо чисто плавающих или строго фиксированных валютных курсов большинство стран вводит режим так называемых «контролируемых» плавающих курсов. В рамках таких комбинированных режимов власти периодически проводят интервенцию (в некоторых случаях согласно конкретным правилам) в виде покупки или продажи инвалютных резервов, как в рамках системы фиксированного курса. Однако такой подход дает им большую гибкость по сравнению с режимом строго фиксированных валютных курсов, а эффективность денежно-кредитной и бюджетной политики этих государств занимает промежуточное положение между двумя экстремальными примерами.

При выборе валютного режима развивающимся странам приходится находить компромисс между их потребностью в стабильности и гибкости. Потребность в стабильности объясняется ее положительным влиянием на инвестиционную деятельность, а также необходимостью избежания проциклической нестабильности бюджета и колебаний валютного курса. Потребность в

⁵⁶ Штиглиц предлагает «суперглаву 11», предусматривающую еще более стремительный процесс структурной реорганизации, положения которой распространялись бы на ситуации, возникающие в результате макроэкономических потрясений. См. Miller and Stiglitz, 1999.

гибкости объясняется тем, что для противодействия экономическим потрясениям, связанным с торговым дисбалансом и потоками капитала, необходима определенная степень свободы. Относительные выгоды гибкости и стабильности определяются как внешними факторами, так и объективными факторами. Например, повышение нестабильности на международных рынках (скажем, разрушение долларовой стандарта, период неспокойствия на мировых финансовых рынках или на новых рынках, всемирный экономический спад) обусловит увеличение относительных выгод гибкости, тогда как период спокойствия (например, триумф бреттон-вудской системы или период стабильного роста всемирной экономики) обусловит относительно большую выгодность стабильности.

Важность этих противоречащих друг другу потребностей не отражается в выборе одного из полярных валютных режимов, т.е. либо режима фиксированных курсов (например, введение системы валютного администрирования или даже долларизация или евроизация), либо абсолютно гибкого валютного курса. На самом деле аргументы в пользу полярных режимов основываются на утверждении о том, что любые попытки урегулирования конфликта между потребностями, удовлетворению которых отвечает та или иная валютная политика, бесполезны и должны быть полностью прекращены.

Фиксированные валютные курсы требуют институциональной системы, обеспечивающей бюджетную и денежно-кредитную дисциплину и предохраняющей от нестабильности бюджета и колебаний валютных курсов, однако это происходит в ущерб независимости (автономности) денежно-кредитной политики. В рамках этого режима повышательная корректировка валютного курса (независимо от причин) наносит ущерб экономике и может привести к замедлению темпов роста. Когда курс валюты завышен, восстановление конкурентоспособности страны требует снижения внутренних цен и оплаты труда. Большая гибкость ценовой политики, что в данном случае означает дефляцию (и усугубление экономического спада) в период кризиса, создает серьезные корректировочные проблемы; особенно серьезна проблема стремительного роста реальной задолженности, который происходит в результате дефляции. Это также может привести к краткосрочным сдвигам в банковском кредитовании, которые необходимы для быстрого сокращения номинальных портфелей в периоды сокращения денежной массы в обращении. Было принято считать, что режим фиксированного валютного курса якобы не допускает спекулятивных операций. Однако по опыту валютных управлений Аргентины в 1994–1995 и 1998–2001 годах, Гонконга в 1997 году (и, раз уж на то пошло, золотого стандарта в развивающихся странах в конце 1990-х и начале 2000-х годов) свидетельствует о том, что это не так.

Когда курс валюты завышен, вопрос заключается не в том, следует ли стремиться обеспечить его стабильность, а в том, когда и каким образом произойдет девальвация валюты. Во избежание кризиса предпочтительно проводить девальвацию поэтапно. Медленная (или постепенная) девальвация также позволяет избежать серьезного ценового шока. Кроме того, повышение процентных ставок для поддержания валютного курса может оказать на экономику еще более отрицательное воздействие, чем сама девальвация. В таких ситуациях директивные органы должны ответить на два вопроса: каковы потери и выгоды, связанные с интервенциями на рынках иностранных валют, и когда такие интервенции могут дать долгосрочные положительные результаты.

С другой стороны, колебания, связанные с плавающими валютными курсами, ведут к повышению себестоимости внешнеторговых операций и снижению

выгод от международной специализации. Поскольку развивающиеся страны в основной массе являются чистыми импортерами средств производства, неуверенность в валютном курсе также влияет на инвестиционные решения.

Интервенции на валютных рынках

Поддержание заниженного валютного курса значительно проще, чем поддержание завышенного валютного курса, однако оно также сопряжено с издержками. Для поддержания заниженного валютного курса правительства могут снижать процентные ставки (для противодействия притоку капитала) или могут проводить прямую интервенцию на валютных рынках путем покупки долларов и продажи национальной валюты. Поддержание заниженного валютного курса путем прямой интервенции приводит к накоплению инвалютных резервов. В долгосрочной перспективе это выгодно: существенные инвалютные резервы защищают страну от будущей нестабильности по капитальным счетам (запас «на черный день»). Однако скупка инвалютных резервов сопряжена с издержками. Для приобретения иностранной валюты банк вынужден продавать национальную валюту, что ведет к увеличению денежной массы в обращении. Для поддержания денежной массы в обращении в разумных пределах правительство может «стерилизовать» денежно-кредитные последствия инвалютной интервенции путем продажи внутренних активов и приобретения дополнительной валюты.

Обычно используемые механизмы (например, операции на открытом рынке) сопряжены с довольно большими издержками, поскольку для поглощения избыточной ликвидности центральный банк должен эмитировать облигации, по которым нужно платить проценты. Кроме того, подобные интервенции могут привести к повышению процентных ставок, что ведет к общему удорожанию государственного финансирования. Высокие процентные ставки могут привлечь больше капитала, тем самым перегревая экономику и обуславливая еще большие резервные накопления. Повышение резервных требований к банкам — это мене дорогостоящий способ стерилизации, однако это может привести к повышению стоимости кредитов и финансовой дисинтермедиацией (т.е. к отливу денежных ресурсов из кредитно-финансовых организаций на неорганизованный рынок ссудного капитала).

Покупка резервной иностранной валюты при заниженном курсе национальной валюты может быть связана с дополнительными издержками, поскольку если курс национальной валюты когда-то поднимется, то стоимость резервов инвалюты относительно ВВП снизится. Вопрос здесь заключается в том, на каком этапе стоимость стерилизации станет настолько высокой, что это перевесит выгоды от низкого валютного курса. Стерилизация связана с особо высокими издержками в странах с относительно высокими процентными ставками и высоким уровнем государственной задолженности. Например, Центральный банк Венгрии в конце 1990-х годов решил, что расходы по стерилизации стали слишком высокими, и не стал препятствовать укреплению валюты. С другой стороны, если допустить рост курса валюты, то зачастую это может быть сопряжено с более высокими издержками, чем поддержание резервов. Китай в течение длительных периодов поддерживал курс своей валюты на таком уровне, который, по мнению многих специалистов, был заниженным. В отличие от Венгрии, Китай сохраняет ограничения по капитальным счетам, что позволяет ему более свободно контролировать денежную массу в обращении.

Тогда как страны имеют возможность поддерживать заниженный валютный курс в течение длительных периодов времени, значительно труднее

поддерживать завышенный валютный курс даже в течение короткого срока. Политика прямой интервенции на валютных рынках не может проводиться долго. Если предполагается, что девальвация произойдет не в столь отдаленном будущем, «спекулятивная атака» произойдет прямо сейчас. Стандартный рецепт ослабления национальной валюты — это поднятие процентных ставок для привлечения иностранного капитала в страну. В отношении этой общепринятой политики возникают два вопроса: дает ли она искомый результат и оправдываются ли связанные с ней издержки? Опыт говорит о том, что результаты неоднозначны⁵⁷. В случае Восточной Азии повышение процентных ставок даже в сочетании с огромными дотациями не привело к снижению валютных курсов.

Издержки, связанные с повышением процентных ставок в целях защиты валюты, зависят от структуры экономики, однако они могут быть высокими, что наблюдалось в период азиатского кризиса. Существуют и последствия для реального финансового положения, аналогичные последствиям девальвации валюты. В случае фирм с непогашенной долгосрочной задолженностью высокие процентные ставки негативно сказываются на их финансовом положении. Высокие процентные ставки ведут к снижению стоимости долгосрочных активов (включая недвижимость). Во многих случаях фирмы не способны погашать проценты по внутренним займам в местной валюте. Это приводит к цепной реакции в масштабах всей экономики, поскольку экономические проблемы одной фирмы влияют на фирмы, с которыми она торгует. Финансовое положение банков ухудшается, и новое кредитование сокращается.

Короче говоря, повышение процентных ставок имеет негативные последствия, аналогичные последствиям от девальвации валюты, и ведет к ухудшению финансового положения, банкротствам и снижению экономической активности. Однако есть и различия. Во-первых, влияние повышения процентных ставок носит более широкий характер. С одной стороны, многие фирмы (особенно мелкие и средние фирмы, составляющие основу экономики развивающихся стран) пользуются лишь внутренними кредитами. С другой стороны, относительно немногие (преимущественно крупные фирмы) пользуются иностранными кредитами, причем многие из этих фирм относятся к экспортным секторам, и таким образом в случае девальвации их балансовые потери компенсируются за счет роста прибыльности. Во-вторых, попытки противодействия девальвации путем повышения процентных ставок способствует возникновению проблемы «морального риска», в результате чего снижается привлекательность страхования валютных рисков и привлечения заемных средств в национальной валюте, что ограничивает возможности правительства по регулированию. В-третьих, повышение процентных ставок, как уже обсуждалось, связано с высокими издержками в долгосрочной перспективе. И наконец, правильно разработанная денежно-кредитная и нормативная политика может снизить валютные риски фирм. Разработка денежно-кредитной политики, защищающей фирмы от колебаний процентных ставок, значительно сложнее (и связана с высокими издержками). Фирмам придется ограничивать привлечение краткосрочных кредитов (и существуют риски даже в отношении долгосрочных займов, поскольку они должны возобновляться).

Помимо попыток поддержания завышенного или заниженного валютного курса, правительственная интервенция на валютных рынках часто используется для

⁵⁷ Furman and Stiglitz, 1998.

сглаживания вариаций валютного курса. Многие развивающиеся страны особенно озабочены колебаниями *реальных* валютных курсов и стараются избегать таких повышений или понижений реального валютного курса, которые, по их мнению, являются чрезмерными. Многие страны также прибегают к интервенции для сглаживания краткосрочных колебаний. Этот вид интервенции особенно полезен в странах с неликвидными рынками, в которых один крупный платеж в иностранной валюте может обусловить скачок валютного курса. Ясно, почему следует избегать колебаний реальных валютных курсов. Если выход на рынки сбыта связан с фиксированными затратами (инвестиции в основные фонды или фиксированные издержки по формированию базы клиентов на зарубежных рынках), то временное повышение реального валютного курса может выразиться в особо крупных издержках в долгосрочной перспективе, особенно учитывая изъятия рынков капитала. Отсутствие рынков фьючерсов и других инструментов хеджирования рисков создает еще один стимул для государственной интервенции; в таких условиях эквilibrium будет нестабильным даже когда прогнозы абсолютно разумны.

Комбинированные валютные режимы

Частота, с которой развивающиеся страны пользуются режимом «управляемых валютных курсов» или плавающих валютных курсов с ограниченной гибкостью⁵⁸, свидетельствует о том, что власти развивающихся стран часто стремятся достичь компромисса между противоречащими друг другу потребностями. Комбинированные валютные режимы могут принимать несколько форм: а) режим квазификсированного валютного курса с крупными интервенциями центрального банка на валютных рынках; б) режим управляемых валютных курсов, например ползущее или предельное регулирование; и с) режим управляемого валютного курса с периодической интервенцией властей на рынке. Все эти режимы можно рассматривать как включающие элемент «контроля над реальным валютным курсом» в целях выработки макроэкономической политики, причем большинство из них (или все они) часто используются наряду с какой-либо формой регулирования счетов движения капитала, что обсуждается ниже. Поскольку сглаживание колебаний реального валютного курса имеет антициклический эффект, мероприятия по «контролю над реальным валютным курсом» содействуют достижению цели выравнивания реального объема (производства).

Одно из преимуществ комбинированных валютных режимов заключается в том, что уровень гибкости *может варьироваться* в зависимости от соотношения между выгодами от стабильности и гибкости, как мы проанализировали выше.

Это подразумевает, что любой комбинированный режим предусматривает «возможность выхода». (Разумеется, даже режим фиксированного курса подразумевает возможность выхода, однако, как продемонстрировал пример Аргентины, издержки, связанные с таким выходом, будут высокими.) Помимо этого, если валютный курс характеризуется какой-то степенью гибкости до наступления внешнего кризиса, это позволит избежать чрезмерного колебания реальных процентных ставок, которое характерно для развивающихся стран при отходе от использования режима фиксированного валютного курса.

Однако с комбинированными валютными режимами сопряжены определенные риски. Уровень автономности денежно-кредитной политики по-прежнему

⁵⁸ Reinhart and Rogoff, 2004.

ограничен. Во-первых, как и в случае режима фиксированного курса, если использование механизмов комбинированного режима не приводит к укреплению рыночной уверенности, это может стимулировать спекулятивные операции. Поддержание валютного курса на неизменном уровне, как обсуждалось ранее в этой главе, может быть связано с высокими издержками. Это утверждение особенно справедливо, если темпы изменения валютного курса, пределы его изменения или конкретные целевые показатели применительно к валютному курсу объявляются заранее. Во-вторых макроэкономическая самостоятельность по-прежнему зависит от эффективности регулирования счетов движения капитала как инструмента макроэкономической политики, что обсуждается ниже. В-третьих, подобно режимам фиксированного валютного курса введение комбинированного режима обычно требует стерилизующей интервенции на валютных рынках, что может быть сопряжено с высокими издержками. И наконец, интервенции на валютных рынках всегда связаны с решением трудной задачи по проведению различия между реальным (перманентным) изменением валютного курса и временными колебаниями, которые вызваны непредсказуемыми изменениями рыночных настроений.

Короче говоря, не существует безрисковой валютной политики. Разные режимы связаны с разными выгодами и издержками. Как и в отношении всех инструментов экономической политики, выбор валютного режима связан с принятием компромиссных решений. Какой выбор будет оптимальным, зависит от целей правительства, а также от макроэкономических институциональных и политических характеристик каждой конкретной страны.

Микроэкономические меры

В дополнение к прямому регулированию валютного курса для воздействия на относительные цены могут использоваться микроэкономические меры. Например, микроэкономическая политика может быть направлена на изменение спроса в пользу неторгуемых услуг и товаров внутреннего производства. Налоговая политика, поощряющая увеличение расходов на товары внутреннего производства и снижение расходов на импортные товары, стимулирует экономику и в то же время ведет к укреплению национальной валюты. Во многих развивающихся странах большинство потребительских предметов роскоши импортируется. Высокий налог на продажи подобных товаров делает их импорт менее привлекательным. Государственные расходы также могут способствовать повышению привлекательности товаров внутреннего производства.

Вставка 3: Профилактика «голландской болезни»

Как упоминалось выше, иностранная помощь, используемая для финансирования внутренних расходов, может привести к завышению курса национальной валюты, что ведет к снижению конкурентоспособности национальных экспортеров и импорт замещающих секторов промышленности. Этот эффект известен как «голландская болезнь». Ведется широкая полемика по вопросу о влиянии «голландской болезни» на потоки помощи. Для целей настоящего документа будем исходить из того, что существенный приток иностранной валюты будет иметь макроэкономические последствия, и сосредоточим внимание на потенциальных ответных мерах.

Большинство печатных работ, посвященных вопросам помощи и «голландской болезни», подчеркивают несколько ключевых моментов. По общему мнению, страны должны проводить интервенцию на валютных рынках для предотвращения роста курса национальной валюты, а также стерилизовать приток капитала для минимизации инфляционных последствий увеличения денежной массы в обращении. Однако некоторые специалисты⁵⁹ отмечают, что при направлении потоков помощи в долгосрочные продуктивные проекты рост производительности труда в результате таких инвестиций может компенсировать негативные последствия повышения номинального курса валюты. Помимо этого, они утверждают, что, если иностранная помощь используется для приобретения импортных товаров, влияние увеличения объема помощи на валютный курс будет ограниченным. Однако вряд ли можно с уверенностью утверждать, что в среднем дополнительные потоки помощи будут инвестированы в проекты, обеспечивающие рост производительности труда, который был бы достаточен для компенсации негативных последствий снижения конкурентоспособности, происходящего в результате укрепления курса национальной валюты, особенно в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Более того, страны часто нуждаются в иностранной помощи для финансирования социальных расходов и удовлетворения элементарных потребностей бедного населения, что не обеспечивает рост производительности труда, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

Как обсуждалось ранее, директивные органы могут попытаться ослабить национальную валюту за счет покупки иностранной валюты (и увеличения инвалютных резервов) в сочетании со стерилизацией. При ограниченности потоков иностранной помощи эта стратегия может быть эффективной. Однако интервенция связана с расходами и не всегда может носить долгосрочный характер. Рост инвалютных резервов несет в себе упущенную выгоду, а стерилизация ведет к росту внутренних процентных ставок.

Более того, стерилизация обычно связана с эмиссией казначейских векселей в целях поглощения избыточной ликвидности. *Иными словами, извращенный эффект от увеличения помощи выражается в росте внутренней государственной задолженности.* Комично, что, хотя международное сообщество переходит от предоставления кредитов к безвозмездному субсидированию, пытаясь предотвратить кризис задолженности в развивающихся странах, существующие административные механизмы, предназначенные для управления потоками помощи, ведут к новому накоплению задолженности. Тем не менее, потоки помощи могут быть незаменимы для экономического развития и снижения бедности в бедных странах; правительства этих стран должны искать альтернативные механизмы управления этими потоками.

В качестве одной из возможных альтернатив центральные банки могут отказаться от стерилизации потоков иностранной помощи; вместо этого они могут разрешить монетизацию этих потоков. Проведение любой политики требует компромиссов: заемные операции на открытом рынке ведут к повышению процентных ставок, что может привести к вытеснению инвестиций частного сектора государственными

⁵⁹ McKinley, 2005.

капиталовложениями; монетизация может привести к инфляции. Однако, как мы уже рассмотрели, относительно низкая инфляция не всегда связана с высокими издержками. Когда страна переживает экономический спад и нуждается в инвестициях, монетизация может быть приемлемым вариантом. (Разумеется, центральному банку придется следить за темпами инфляции, чтобы не допустить их чрезмерного ускорения. В дополнение к этому монетизация может сопровождаться внедрением систем учета, которые обеспечивали бы точность информации об увеличении денежной массы в обращении.)

Одним из альтернативных подходов было бы допустить укрепление национальной валюты параллельно с введением мер, призванных противодействовать влиянию роста валютного курса на конкурентоспособность. Валютный курс, как и процентные ставки, — это грубый инструмент, воздействующий на все сектора экономики. Когда мы рассматривали вопросы денежно-кредитной политики, одной из целей применения альтернативных инструментов было оказание содействия секторам, испытывающим нехватку кредитов. В случае роста валютного курса власти тоже могут предпринимать меры для оказания помощи секторам, страдающим от повышения курса валюты (меры, предназначенные компенсировать снижение конкурентоспособности). Теоретически, для корректировки относительных цен на конкретные товары могут использоваться тарифы, хотя ВТО и некоторые договоры о торговле ограничивают возможности стран по введению тарифов. Однако введение тарифов может быть необязательно, поскольку налоговые льготы, льготные кредиты (хотя в их отношении также могут существовать наложенные ВТО ограничения) или снижение требований к размерам резервного капитала могут дать аналогичный эффект. Необходимо, чтобы правительства рассматривали альтернативные микроэкономические инструменты, противодействующие последствиям укрепления национальной валюты.

В конечном итоге правильный выбор политики, направленной на борьбу с последствиями «голландской болезни», будет зависеть от обстоятельств в каждой конкретной стране, однако помимо макроэкономических инструментов, таких, как интервенция и стерилизация, существуют и другие. Власти могут регулировать последствия для процентных ставок, валютного курса и инфляции за счет интервенции на рынках капитала, стерилизации, монетизации и неортодоксальных инструментов политики, предназначенных для оказания помощи секторам, страдающим от снижения конкурентоспособности.

Правила денежно-кредитной и валютной политики и институциональный дизайн

Выбор валютного режима тесно связан с более широким вопросом о том, каких правил должен придерживаться центральный банк при проведении денежно-кредитной политики, и о том, каким должен быть институциональный дизайн самого центрального банка. Существует три разных, но взаимосвязанных вопроса: должен ли центральный банк придерживаться правил валютно-кредитной политики, таких, как, например, фиксирование валюты или борьба с инфляцией, или ему следует придерживаться дискреционной политики; должен ли мандат центрального банка ограничиваться контролем над инфляцией, или

он должен включать и контроль над другими переменными, такими, как темпы роста и уровень безработицы; а также должен ли центральный банк быть независимым учреждением.

Преимущества и недостатки регламентирующих правил и дискреционных механизмов, а также контроля над инфляцией и валютным курсом⁶⁰

В 1980-х годах наиболее популярное правило предписывало постепенное увеличение денежной массы в обращении неизменными темпами. Позднее стало очевидно, что влияние денежной массы в обращении на спрос нестабильно и труднопредсказуемо, особенно в развивающихся странах, и это правило утратило популярность. Многие развивающиеся страны стали отдавать предпочтение контролю над валютным курсом, поскольку он рассматривался как простой и прозрачный индикатор. Однако валютные кризисы во второй половине 1990-х годов обусловили переход к режиму плавающих валютных курсов, и на сегодняшний день наиболее популярным правилом денежно-кредитной политики является контроль над инфляцией⁶¹.

С другой стороны, приверженцы кейнсианской школы обычно считают, что центральные банки должны иметь больше свободы, чем это возможно в рамках строгих правил. Поскольку строгие правила контроля над инфляцией не проводят различия между причинами инфляции, будь то ожидания инвесторов, последствия повышения НДС или внешнеэкономические потрясения (такие, как рост цен на нефть или девальвация валют), следование таким правилам может привести к проциклической политике. Например, контроль над инфляцией может вызвать корректировки валютного курса или проведение политики по сокращению денежной массы в обращении в период девальвации, что нейтрализует положительные последствия низкого валютного курса для уровня конкурентоспособности. Политика по контролю над инфляцией обычно включает два проциклических элемента: привязка уровня цен к фиксированному валютному курсу в периоды притока иностранной валюты и противодействие инфляционным последствиям девальвации за счет сокращения денежной массы в обращении в периоды оттока иностранного капитала. Таким образом, строгое соблюдение правил контроля над инфляцией может обусловить большую нестабильность производственных показателей, чем денежно-кредитная политика, принимающая во внимание другие цели, такие, как предотвращение спада производства⁶².

Ключевая проблема, стоящая перед правительствами в период экономического бума, заключается в резком увеличении притока капитала, что ведет к росту совокупного спроса, который стимулируется также и снижением процентных ставок и/или ростом курса валюты. Любые попытки директивных органов противодействовать стремительному росту совокупного спроса за счет сокращения денежной массы в обращении будут в каком-то смысле бесполезными, поскольку повышение процентных ставок лишь привлечет дополнительный приток капитала, и, соответственно, будет способствовать росту курса валюты. В периоды кризиса сокращение притока капитала в

⁶⁰ Этот раздел основан на незавершенной работе Окампо, а также Штиглица и других, 2007 год.

⁶¹ Контроль над инфляцией выражается в том, что центральный банк принимает меры по сохранению темпов инфляции на официально объявленном уровне. Центральные банки, не ставящие непосредственной целью контроль над инфляцией, могут бороться с ней за счет контроля над денежной массой в обращении и валютным курсом.

⁶² Svensson, 2000.

сочетании с девальвацией и повышением процентных ставок окажет прямое влияние на совокупный спрос. Любые попытки избежать этого за счет увеличения денежной массы в обращении приведут к дальнейшему ослаблению валюты. Таким образом, если правительства считают, что колебания валютного курса в связи с экономическими подъемами и спадами слишком велики, они могут быть склонны к проведению проциклической денежно-кредитной политики в целях стабилизации валютного курса. Иными словами, в противоположность традиционным утверждениям о преимуществах более гибкой денежно-кредитной политики (что обсуждается ниже), которая обеспечивается за счет плавающих валютных курсов, на самом деле такой режим может привести к проциклическости денежно-кредитной политики. Таким образом, единственное, что может гарантировать адекватный уровень свободы для проведения антициклической денежно-кредитной политики, — это отказ от плавающего валютного курса и/или свободного движения капитала.

Второй вопрос при выборе денежного режима касается эффективности или стабильности результатов контроля над инфляцией. Сложность этого вопроса не позволяет рассмотреть его подробно в рамках этого документа, однако мы вкратце затронем его. Например, речь идет о том, насколько (и при каких условиях) традиционные показатели уровня инфляции являются надежным индикатором того, находится ли уровень безработицы выше или ниже показателя полной занятости. Помимо этого, есть и более фундаментальный вопрос, связанный с контролем над инфляцией: является ли политика, в рамках которой финансовые власти занимаются борьбой с инфляцией, а бюджетные власти концентрируют внимание, например, на платежном балансе, хорошим инструментом достижения конечной цели полной занятости при урегулированном платежном балансе.

Контроль над инфляцией предполагает, что правительства или финансовые власти объявляют целевой показатель темпов инфляции, а финансовые органы предпринимают все усилия по обеспечению соблюдения этого показателя. Контроль над инфляцией распределяет обязанности между правительством и финансовыми властями, в результате чего каждый директивный орган концентрирует внимание на достижении одной цели. Проблема в том, что раздел ответственности нарушает координацию.

Характер действий в ответ на чрезмерный совокупный спрос *должен* определяться на основе анализа причин этого явления. Если следовать правилам, которые просто принимают во внимание уровень темпов инфляции, это вряд ли позволит быстро скорректировать ситуацию и привести экономику в состояние равновесия. Финансовые власти не могут устраниваться от достижения более широких целей макроэкономической политики, таких, как обеспечение полной занятости и равновесия платежного баланса. Они должны координировать свои действия по устранению причин отклонений с бюджетными властями. Простой раздел ответственности между этими двумя видами власти, как предусматривают правила «контроля над инфляцией» не представляет собой эффективный способ проведения макроэкономической политики. Контроль над инфляцией не обеспечивает плавного перехода к состоянию равновесия одновременно в государственном бюджете и платежном балансе, поскольку для обеспечения полной занятости и урегулирования платежного баланса крайне необходимо координировать денежно-кредитную, бюджетную и валютную политику.

Мандат центрального банка

Во многих странах полномочия центрального банка ограничиваются борьбой с инфляцией. Однако в Соединенных Штатах в полномочия Банка федерального резерва входит не только обеспечение стабильности цен, но и содействие экономическому росту и обеспечению полной занятости. Обзор 94 центральных банков, проведенный Банком Англии, установил, что 26 процентов центральных банков занимаются лишь обеспечением стабильности цен, 70 процентов помимо стабилизации цен преследуют и другие цели, 3 процента не имеют целевых задач, установленных в законном порядке, а 1 процент несет ответственность лишь за немонетарную стабильность⁶³.

Существуют некоторые подтверждения⁶⁴ того, что независимые центральные банки, занимающиеся контролем над инфляцией, обеспечивают снижение уровня инфляции (было бы поразительно, если бы это было не так). Однако инфляция является лишь промежуточной переменной. Здесь важно ответить на вопрос о том, достигают ли страны с такой институциональной структурой более высоких реальных показателей с точки зрения экономического роста, уровня безработицы, бедности и равенства. Существует немного подтверждений тому, что независимые центральные банки, занимающиеся исключительно обеспечением стабильности цен, способствуют достижению более высоких показателей по этим ключевым направлениям⁶⁵. Как упоминалось выше, если направлять усилия исключительно на достижение стабильности цен, это может привести к усилению нестабильности других финансовых переменных. Согласно простым теоретическим моделям, если происходят сдвиги в спросе и предложении (что характерно в кризисные периоды, подобные кризису 1990-х годов во многих развивающихся странах), попытки стабилизации цен могут запросто привести к дестабилизации производства; корректировка цен должна предотвращать необходимость количественных корректировок в производстве, и ограничение масштаба ценовых корректировок (при борьбе с инфляцией) вызывает необходимость количественных корректировок⁶⁶.

Центральные банки принимают решения, влияющие на всех элементы общества и экономики, включая темпы экономического роста и уровень безработицы. В силу своего компромиссного характера такие решения могут приниматься лишь в рамках политического процесса, что обсуждается в следующем разделе.

Независимость центральных банков

⁶³ Mahadeva and Sterne, 2000.

⁶⁴ Alesina and Summers, 1993.

⁶⁵ Stanley Fischer, 1996. See also Posen, 1998.

⁶⁶ Результаты некоторых исследований указывают на то, что это не так, и пытаются объяснить эту кажущуюся аномалию. Гудфринд и Кинг (2001 год), например, утверждают, что сохранение стабильности цен гарантирует максимальное использование производственного потенциала. Этот вывод сделан в силу того, что они используют упрощенную модель, которая учитывает лишь один тип экономических потрясений. Гаспар и Сметс (2002 год) утверждают, что главная задача центральных банков — это обеспечение стабильности цен в силу существования проблемы несоответствия сроков, связанной с мероприятиями по стабилизации производства, в силу сложности определения максимально возможного уровня производства, а также в силу того, что это облегчает работу агентов.

Стало общепринятым, что независимость центральных банков является наиболее подходящей основой институциональной организации, позволяющей отделить макроэкономическое управление от политического процесса. Однако в отношении такого подхода можно сделать два критических замечания.

Во-первых, такая организация может подорвать демократические институты. С точки зрения граждан, существует немного вопросов, которые имеют большую важность, чем качество макроэкономического управления. Если правительство делегирует полномочия по регулированию экономики независимому центральному банку, то оно несет ответственность за решения, которые ему неподконтрольны. Более того, мы убедились, что макроэкономические решения связаны с компромиссами, причем разные решения имеют последствия для благосостояния разных групп. Такие решения неизбежно носят политический характер. Делегирование принятия таких решений технократам, которые «независимы» от правительства, подрывает демократическую подотчетность.

Хотя экономисты и политики уже давно обсуждают желательность независимости центральных банков, вопросу о важности *представительского характера* центральных банков уделяется значительно меньше внимания. Между этими двумя концепциями существуют четкие различия. Во многих странах проблема состоит в том, что руководящие органы центрального банка обычно не представляют общество в целом и его более широкие интересы.

Правительства, придающие большую важность демократическому процессу, утверждают, что именно они, а не центральный банк, должны определять целевые показатели (например, целевые показатели темпов инфляции), поскольку подобные решения связаны с компромиссами (например, компромисс между уровнем безработицы и темпами инфляции). Однако, даже если целевые показатели инфляции определяются правительством, это не деполитизирует проведение денежно-кредитной политики. Центральный банк несет ответственность за соблюдение целевых показателей, и, когда он не справляется с этой задачей, последствия не для всех субъектов общества одинаковы.

IV. Интервенции на рынке капитала и другие инструменты политики для стран с открытой экономикой

До настоящего момента данный документ уделял основное внимание бюджетной, денежно-кредитной и валютной политике. Мы также предложили несколько неортодоксальных мер, призванных повысить эффективность политики или стать ее альтернативой. Одним из наиболее важных наборов инструментов экономической политики в распоряжении директивных органов являются механизмы контроля и регулирования капитального счета. В этом разделе мы рассмотрим некоторые дополнительные микроэкономические инструменты, применяемые для макроэкономического управления, с упором на интервенции на рынках капитала.

Интервенции на рынках капитала

Учитывая недостатки финансовых рынков, проциклический характер потоков капитала и ограниченность свободы действий при проведении макроэкономической политики, интервенции на рынках капитала могут

использоваться для достижения множества целей. Во-первых, они могут способствовать стабилизации потоков капитала в краткосрочной перспективе. Во-вторых, они могут вооружить директивные органы новыми инструментами, которые позволяют более эффективно и с меньшими затратами внедрять меры макроэкономической стабилизации. В-третьих, эффективное регулирование капитального счета может способствовать экономическому росту за счет снижения нестабильности финансирования и сокращения колебаний реальных макроэкономических показателей. И наконец, они могут препятствовать оттоку капитала в долгосрочной перспективе. Из всех перечисленных целей интервенции цель предотвращения оттока капитала в долгосрочной перспективе является, пожалуй, наиболее труднодостижимой. Тем не менее, интервенции могут быть эффективными, даже если используются не все их механизмы. На сегодняшний день главный вопрос заключается не в том, является ли рыночная интервенция желательной с точки зрения теории, а в том, способны ли директивные органы на практике разработать такие механизмы интервенции, выгоды от которых перевесят связанные с ними издержки.

Ценовые и количественные механизмы контроля притока и оттока капитала

Существуют разные виды регулирования капитального счета. В их число входят количественное и ценовое регулирование, причем и тот и другой вид регулирования может применяться как к притоку, так и к оттоку капитала. В дополнение к этому некоторые страны используют косвенное регулирование, например введение экономических нормативов для финансовых учреждений или регулирование инвестиционной деятельности пенсионных фондов, которые влияют на потоки капитала. Таким образом, для понимания взаимодополняемости и взаимного наложения разных форм регулирования полезно пользоваться более широким понятием управления капитальным счетом.

Традиционные количественные капитальные ограничения (административные ограничения и контроль) по-прежнему широко используются в развивающихся странах, включая такие ключевые страны, как Китай и Индия, несмотря на постепенную либерализацию капитальных счетов. Это регулирование используется для управления деятельностью внутренних или зарубежных экономических субъектов, которая связана с притоком или оттоком капитала. Правила, относящиеся к внутренним субъектам экономической деятельности, включают ограничения на валютные несоответствия (лишь компании, получающие доходы в иностранной валюте, имеют право пользоваться иностранными кредитами), целевые ограничения (привлечение иностранных кредитов разрешается лишь в целях инвестирования и внешней торговли), ограничения минимальных сроков погашения зарубежных займов, ограничения, касающиеся типов посредников, которым разрешено заниматься мобилизацией средств за рубежом через АДР⁶⁷, и аналогичные им инструменты, запрет на получение займов в иностранной валюте некorporативными субъектами экономической деятельности и, в случае некоторых стран, объявление общих количественных потолков. На иностранных субъектов экономической деятельности распространяются такие ограничения, как запрет займов на внутреннем рынке, прямое регулирование движения портфельного капитала (в том числе утверждение инвестиционных проектов и ограничение круга

⁶⁷ АДР (или американские депозитарные расписки) представляют собой коммерческие сертификаты, эмитируемые банками США под акции иностранных компаний. Стоимость АДР выражается в долларах США, и они торгуются на американской фондовой бирже.

активов, в которые разрешается делать инвестиции), секторальные ограничения на прямые иностранные инвестиции (ПИИ), а также определение минимальных периодов экономического присутствия.

Другие страны, например Чили и Колумбия, ввели систему ценовой интервенции для контроля над притоком капитала (известную как беспроцентные обязательные резервы, что эквивалентно налогообложению притока иностранного капитала). Аргентина ввела аналогичный механизм в середине 1990-х годов. Подобные меры преследуют целью препятствовать либо притоку, либо оттоку капитала за счет увеличения связанных с этим издержек. Зачастую используется комбинация ценовой и количественной интервенции. Например, в период азиатского кризиса после непродолжительного использования количественной интервенции Малайзия ввела налог на отток капитала, однако при этом она сохранила некоторые количественные ограничения в отношении валютных несопадений, запретив субъектам внутреннего рынка, не получающим доходы в иностранной валюте, привлекать иностранные кредиты. Аналогично, в Чили было введено правило, запрещающее вывоз иностранного капитала раньше, чем через один год после его ввоза, а Колумбия на протяжении 1990-х годов пользовалась механизмами прямого регулирования притока капитала и инвестиционной деятельности зарубежных инвестиционных фондов.

Экономисты решительно высказываются в пользу ценовой, а не количественной интервенции. Ценовая интервенция отличается гибкостью, недискреционностью и, таким образом, в меньшей мере подвержена бюрократической манипуляции, а также хорошо согласуется с рыночными стимулами. Однако еще не существует ясных доказательств преимуществ ценовой интервенции. Теоретически, экономический анализ указывает на то, что иногда количественная интервенция может быть более эффективным инструментом снижения риска, чем ценовая интервенция⁶⁸.

Большинство экономистов также отдает предпочтение регулированию притока, а не оттока капитала. На то существует несколько причин. Во-первых, регулирование притока капитала помогает предотвращать кризисы, что, собственно, и должно быть конечной целью экономической политики. Во-вторых, регулирование притока капитала связано с меньшей неопределенностью и более прозрачно: кредиторам заранее известны стоимостные последствия регулирования. Однако, опять же, аргументы против регулирования оттока капитала не всегда уместны. Например, регулирование оттока капитала может быть единственным способом решения проблемы массового вывоза капитала или ухода с рынка. Когда поведение субъектов рынка характеризуется «стадным инстинктом» (и как кредиторы, так и инвесторы, опасаясь опоздать, начинают вывозить свой капитал из страны в период кризиса), ограничения на вывоз капитала могут быть единственным инструментом, использование которого позволяет предотвратить неконтролируемый экономический спад. При таких обстоятельствах реакция рынка обычно ведет к катастрофическим последствиям. Поэтому ограничения на вывоз капитала укрепляют благосостояние страны.

Эмпирический опыт демонстрирует, что применение любых инструментов может давать положительные результаты в зависимости от того, в какой ситуации применяется тот или иной инструмент. Директивные органы Китая, Индии и Малайзии сумели использовать количественные механизмы

⁶⁸ По общим моментам см. Weitzman, 1974 год. По анализу торговых интервенций см. Dasgupta and Stiglitz, 1977 год.

регулирования капитального счета так, что это обеспечило достижение наиважнейших макроэкономических целей, включая предотвращение несовпадения по срокам, привлечение желаемых видов иностранных инвестиций, общее укрепление финансового положения страны, а также предотвращение спекулятивных операций и повышение иммунитета к финансовым кризисам, что позволило этим странам добиться большей независимости в проведении экономической политики⁶⁹.

Существуют некоторые свидетельства того, что регулирование притока капитала в Чили, Колумбии и Малайзии⁷⁰ способствовали улучшению структуры задолженности, предотвращению перегрева экономики, а также смягчению последствий компромиссных макроэкономических решений. Малайзия, например, сумела найти золотую середину между сокращением общего притока иностранных инвестиций и повышением внутренних процентных ставок, что позволило ей проводить более консервативную денежно-кредитную политику в периоды чрезмерного увеличения притока капитала. Однако макроэкономические последствия, включающие изменение цен основных фондов, зависели от строгости регулирования и обычно носили временный характер, как в случае беспроцентных обязательных резервов, введенных Чили и Колумбией, которые выступали скорее в роли «лежачих полицейских», чем в роли ограничивающих скорость знаков дорожного движения. В противоположность этому, жесткий количественный контроль притока капитала, введенный Малайзией в 1994 году, оказался значительно более эффективным с точки зрения предотвращения массового притока капитала в страну, как это было в начале 1990-х годов. Таким образом, когда необходимо применять решительные меры, количественный контроль может быть более эффективным.

Опыт Малайзии иллюстрирует ложность еще одного утверждения, согласно которому регулирование оттока капитала «противодействует всем видам притока капитала в будущем»⁷¹. К этому аргументу прибегали те, кто критиковал механизмы контроля, введенные Малайзией в 1998 году. Однако приток нового капитала в Малайзию начался еще до того, как она отменила налог в 2001 году. Инвесторы смотрят в перспективу, и хорошие фундаментальные показатели Малайзии (такие, как положительное сальдо счета текущих операций, высокий уровень сбережений, умеренная задолженность с низкой долей краткосрочных обязательств, крупные инвалютные резервы, а также укрепляющийся фондовый рынок) привели к притоку дополнительных инвестиций в эту страну⁷².

Обсужденные выше интервенции для регулирования капитального счета по сути основаны на противопоставлении внутреннего рынка международному рынку. Существует и другая категория ограничений, известных как «мягкий контроль», целью которых является непосредственная изоляция внутреннего рынка.

Мягкий контроль: стимулирование рыночной изоляции

При применении мягкого контроля внутренние фонды, например фонды социального обеспечения или пенсионные фонды, могут быть обязаны

⁶⁹ Epstein, Grabel, and Jomo, (документ в работе).

⁷⁰ Ocampo and Palma, (документ в работе).

⁷¹ Только фирмы, опиравшиеся на привлечение кредитов непосредственно из иностранных банков, остались бы незатронутыми.

⁷² Журнал «Экономист», 2003 год.

инвестировать свои средства исключительно на внутреннем рынке. Запрет на инвестирование за рубежом снижает вероятность того, что деятельность этих фондов может стать источником проциклических колебаний. Помимо этого, дополнительным положительным результатом мягкого контроля является формирование внутреннего спроса на ценные бумаги национальных компаний, что способствует развитию национальных рынков капитала и укреплению национальной капитальной базы.

Такой контроль может быть особенно уместным в будущем в связи с ростом частных пенсионных фондов во многих развивающихся странах, особенно в странах Латинской Америки. В Чили (которая является пионером в этой области) активы таких фондов эквивалентны 70 процентам ВВП. Большинство стран в какой-то степени ограничивают способность национальных фондов инвестировать за рубежом, в результате чего наблюдается стабильный рост внутренних фондовых рынков, что в значительной мере обусловлено повышением спроса на ценные бумаги местных компаний со стороны внутренних пенсионных фондов. Опять же, чилийский опыт иллюстрирует стимулирующее воздействие пенсионных фондов на развитие внутренних рынков капитала. Однако он также демонстрирует, что пенсионные фонды могут стать источником макроэкономической нестабильности, если рынки не изолированы и фондам разрешается инвестировать за рубежом⁷³.

Некоторые экономисты выступают против подобного мягкого контроля, поскольку он ограничивает возможности внутренних фондов по диверсификации активов. Это утверждение справедливо, однако все решения в области экономической политики связаны с компромиссом. Формирование внутреннего рынка капитала и укрепление национальной капитальной базы существенно важны, и связанные с этим выгоды решительно перевешивают потери. Если внутренние институциональные инвесторы действуют на открытых рынках капитала, последствия их проциклической по характеру деятельности распространяются на все население страны. Мягкий контроль может способствовать направлению отрицательных рыночных сил в положительное русло долгосрочного экономического роста⁷⁴.

Косвенные интервенции и регулирование операций по капитальным счетам за счет экономических нормативов

Помимо прямого количественного и ценового регулирования правительства могут применять целый ряд косвенных механизмов, позволяющих контролировать приток и отток капитала (или по крайней мере влиять на них). Главная цель такого регулирования — это предотвращение несоответствия валютных статей баланса финансовых и нефинансовых субъектов рынка.

Одним из инструментов такого регулирования является установление нормативных показателей для банковской системы. Многие страны запрещают или строго ограничивают уровень валютного несоответствия по статьям их баланса. Во избежание долларизации/евроизации национальной валютной системы многие страны также запрещают финансовым учреждениям принимать валютные вклады от субъектов внутреннего рынка или вводят ограничения на

⁷³ Zahler, 2003.

⁷⁴ Государственное регулирование, разрешающее своповые операции (когда, скажем, происходит обмен активами между пенсионными фондами двух стран), может способствовать диверсификации риска при отсутствии давления на валютный курс, одновременно защищая страны от проциклических последствий притока капитала.

использование таких вкладов. Законы о банковской системе также могут запрещать внутренним банкам предоставлять фирмам кредиты в иностранной валюте, если эти фирмы не получают адекватных доходов в этой валюте. Если предпочтение отдается более тонкому подходу, регулирующие органы могут вводить требования об увеличении скорректированных с учетом риска капитальных резервов или повышенные требования к ликвидности и/или уровню отчислений в резервные фонды на случай непогашения кредитов применительно к кредитам в иностранной валюте, предоставляемым субъектам внутреннего рынка, не имеющим соответствующих доходов в иностранной валюте. В тех странах, где существует государственное страхование депозитов, правительство может вводить более высокие страховые премии для банков, занимающихся более рискованными операциями. Такое более мягкое регулирование будет противодействовать возникновению косвенных валютных рисков для банков (но не приведет к их ликвидации). Для снижения риска, связанного с несоответствием сроков обязательств в случае нефинансовых форм, регулирующие органы также могут вводить более жесткие экономические нормативы или более высокие требования к капиталу и ликвидности в случае краткосрочного инвалютного кредитования внутренними финансовыми учреждениями.

Поскольку традиционно потоки капитала в экономической системе проходят через банки, регулирование финансового сектора имеет существенные экономические последствия. Однако, если регулирующие органы не уделяют должного внимания валютным рискам нефинансовых фирм, эффект от регулирования финансового сектора может уменьшиться. Например, если закон просто запрещает банкам выдавать кредиты в долларах, это может стимулировать фирмы обращаться за валютными кредитами непосредственно к зарубежным организациям. Таким образом, банки должны анализировать структуру всех активов и пассивов фирм, которым они предоставляют кредиты (что они должны делать в любом случае). Законодательство может также непосредственно регламентировать зарубежные заемные операции нефинансовых фирм. В частности, оно может включать перечень видов фирм, которым разрешено привлекать иностранные кредиты (например, только фирмы, получающие доход в иностранных валютах), а также предписывать нормативные показатели для таких фирм. Регулирующие положения также могут включать требования к условиям, на которых корпорации могут получать кредиты за рубежом (например, минимальные сроки погашения или максимальный спред), а также требование об обнародовании информации о краткосрочной внешней задолженности фирм.

При осуществлении такого регулирования директивные органы могут столкнуться с трудностями в силу того, что у корпораций будет стимул обходить правила за счет использования вторичных инструментов. Для преодоления этой проблемы правительства должны требовать обнародования полной информации по всем операциям с вторичными инструментами⁷⁵. Задолженность в иностранной валюте также может рассматриваться как второстепенная по сравнению с задолженностью в национальной валюте при оформлении банкротства. Взамен (или в дополнение) к перечисленным мерам правительства также могут более жесткий налоговый режим для субъектов

⁷⁵ Для определения чистой финансовой позиции и фактических размеров задолженности фирмы в иностранной валюте правительству необходимо суммировать все длинные и короткие позиции форм: иностранный капитал, привлеченный для целей инвестирования, и займы для финансирования деятельности, соответственно.

рынка, ориентирующихся на зарубежные займы, особенно в случае краткосрочных займов. Например, если налоговое законодательство страны предусматривает списание процентов по задолженности корпорации с ее налогооблагаемого дохода, это правило может либо вообще не распространяться на проценты по задолженности в иностранной валюте, либо допускать лишь их частичное списание⁷⁶.

Альтернативные меры могут опираться на комбинацию банковского регулирования и регламентирования деятельности нефинансовых форм. Рассмотренное выше прямое регулирование капитальных счетов, возможно, проще, чем эта система. Оно может быть и более эффективно, поскольку оно нацелено непосредственно на причину нестабильности, а именно на проциклический характер потоков капитала. Однако развивающиеся страны с большим административным потенциалом и хорошо развитыми рынками вторичных инструментов могут добиться большего успеха в ограничении притока иностранных кредитов и предотвращении обхода законодательства, если они будут использовать комбинацию прямых и косвенных мер.

Вставка 4: Системы бухгалтерского учета

Система бухгалтерского учета не только характеризует экономику, но и воздействует на политику. Некоторые из этих вопросов обсуждались при рассмотрении бюджетной политики. В настоящем разделе мы рассмотрим системы бухгалтерского учета, наиболее широко распространенные в развивающихся странах в настоящее время, а также альтернативные подходы к учету, которые могут использоваться как более эффективные инструменты экономической политики.

Многие страны ведут учет своих бюджетных статей (аналогично тому, как фирмы ведут учет движения наличности), однако обычно не составляют баланс. Поэтому бюджетные цифры используются для нескольких целей. Они являются индикатором инфляционного давления, мерилем государственных потребностей в заемных средствах, а также указывают на соотношение государственных активов и пассивов. В идеальном случае для каждого из этих элементов должна быть отдельная система учета. На самом же деле, большинство правительств пользуются неполноценными системами учета, которые лишь частично отражают положение вещей.

Например, данные учета могут указывать на избыточность совокупного спроса (что эквивалентно инфляции), когда это не так. Использование заемных средств для инвестирования воздействует на экономическое благосостояние не так, как направление заемных средств на цели потребления, и это должно быть соответствующим образом отражено на счетах. *Балансовая ведомость* должна отражать активы и пассивы, а также чистый собственный капитал государства (активы минус пассивы), и тогда разница будет ясна. В первом случае произойдет параллельный рост активов и пассивов; во втором случае этого не произойдет.

Одна из проблем такого подхода заключается в том, что не всегда можно с легкостью определить, какие расходы идут на цели инвестирования, а какие на цели потребления. Например, расходы на образование обычно

⁷⁶ По анализу этих вопросов см. World Bank, 1999; и Bhattacharya and Stiglitz, 2000.

рассматриваются как текущие потребительские расходы, однако на самом деле они представляют собой инвестиции в человеческий капитал. Расходы по здравоохранению для детей также следует рассматривать как инвестиции, тогда как в случае расходов на здравоохранение для лиц преклонного возраста этого, возможно, делать не стоит. В любом случае, подобные вопросы могли бы быть по крайней мере рассмотрены при наличии надлежащей системы учета.

К числу наиболее поразительных примеров искажений в системе учета относятся неучет внешней помощи в государственном бюджете; включение заемных операций государственных предприятий в государственный бюджет; учет приватизации; а также неправильный учет дефицита бюджета, который увеличивается после приватизации фондов социального обеспечения. Даже при расчете стандартного показателя экономического успеха — текущего валового внутреннего продукта (ВВП) — допускаются искажения, в результате чего представляется, что экономическое положение лучше (иногда значительно лучше), чем это есть на самом деле. Ниже мы рассмотрим некоторые из этих примеров более детально.

Проблемы измерения ВВП

ВВП представляет собой совокупную стоимость всех товаров и услуг, произведенных в стране (которая рассчитывается как сумма государственных расходов, потребления, инвестиций и экспорта за вычетом импорта). Проблема здесь в том, что ВВП может расти, даже когда население становится беднее, в силу того, что правительство продает национальные активы иностранцам, берет займы за рубежом или эксплуатирует иссякаемые природные ресурсы.

Более объективным критерием уровня благосостояния является валовый национальный продукт (ВНП). В ВНП включается доход, полученный гражданами страны от инвестиций за рубежом и из него вычитается доход, полученный иностранцами от инвестиций в стране. Еще лучшим показателем является чистый национальный доход (ЧНД), из которого вычитается амортизация основных фондов страны. Показатели национального дохода, принимающие во внимание истощение природных ресурсов, деградацию окружающей среды, а также связанные с этим риски, были бы еще лучшим критерием уровня благосостояния.

Учет деятельности государственных предприятий

Еще один пример — это то, как развивающиеся страны иногда вынуждены учитывать расходы государственных предприятий. МВФ наконец признал, что в течение длительного периода он рассматривал заемные операции государственных предприятий в Латинской Америке не так, как подобные операции рассматриваются в европейских системах учета. В Латинской Америке применяется консолидированный метод учета государственной задолженности, в результате чего заемные операции государственных предприятий ведут к росту дефицита государственного бюджета. В Европе заемные операции предприятий государственного сектора не относятся к государственному бюджету. Это означает, что экономические показатели стран Европы и Латинской

Америки несопоставимы — если рассматривать латиноамериканскую и европейскую страну, которые находятся в аналогичных ситуациях, создается впечатление, что экономика латиноамериканской страны характеризуется большим дефицитом бюджета. Капиталовложения предприятий государственного сектора также предполагают, что в государственном секторе накапливаются активы, однако эти активы не учитываются на счетах, которые обычно относятся к движению наличности, а не балансу. Как мы отмечали ранее, такие методы учета обычно стимулируют страны приватизировать государственные компании даже тогда, когда для этого нет экономических предпосылок. Даже тогда, когда такие предпосылки существуют, было бы предпочтительнее использовать выручку от продажи таких активов для погашения государственного долга. Однако в рамках типичных систем учета это не находит должного отражения.

Прочие примеры искажений в учете: стабилизационные фонды, земельная реформа и рекапитализация банков

Существуют и другие примеры искажений в учете. Некоторые страны, например Чили, создали фонды «На черный день», также известные как стабилизационные фонды, которые используются для накопления избыточных средств, для использования в периоды экономического спада. Однако если эти расходы отражаются в бюджете как любая другая форма дефицитных расходов, это может выглядеть так, будто страна вышла за пределы целевых показателей государственных расходов, установленных МВФ. Не желая выглядеть расточительными, страны могут воздерживаться от покрытия дефицитных расходов за свой счет, хотя это необходимо для оживления экономики.

Бразилия — это одна из стран с огромным разрывом в уровнях дохода, богатства и землевладения. Хочется надеяться, что земельная реформа приведет к повышению эффективности, экономическому росту и большему равенству. Однако несовершенная система учета препятствует проведению земельной реформы. В рамках хорошо разработанных программ земельной реформы правительство использует заемные средства для скупки земель богатых землевладельцев с последующим переводом их в государственный земельный фонд в целях последующей продажи земель по справедливой рыночной цене. Затем правительство дает кредиты мелким фермерам, чтобы они могли приобрести такие земли. Если правительства устанавливают правильную процентную ставку по таким кредитам, это не имеет негативных последствий для реального государственного бюджета. Разумеется, что есть определенная вероятность того, что фермеры не погасят кредиты, однако в таком случае государство может конфисковать земли и перепродать их⁷⁷.

Традиционные системы бюджетного учета, однако, рассматривают государственные займы в целях скупки земель как пассив; они не рассматривают ипотечные платежи, получаемые правительством, как актив независимо от уровня процентной ставки по кредиту. В силу такого учета пассивов и неучета активов земельная реформа выглядит как дефицитное финансирование. Учитывая строгие целевые показатели

⁷⁷ Убытки связаны лишь с актуарной стоимостью недополученных арендных платежей в период между конфискацией и перепродажей земли, что предположительно составляет лишь незначительную часть стоимости всей операции.

уровня дефицита МВФ, проведение земельной реформы становится по сути невозможным. Земельная реформа вынуждена «конкурировать» с другими расходными статьями, хотя на самом деле при наличии правильной системы учета ее проведение было бы полностью (или почти полностью) основано на самофинансировании.

Короче говоря, система учета воздействует на государственную политику, и с ней связаны колоссальные политические последствия. Чтобы избежать возникновения неправильных стимулов, может быть необходимо заменить систему учета в существующих бюджетных программах набором совершенно других правил. В частности, может быть более целесообразно уделять внимание текущим статьям госбюджетного баланса (за счет применения структурного «золотого правила», согласно которому капиталовложения должны финансироваться из резервных фондов государственного бюджета или за счет бюджетных излишков), что уже обсуждалось ранее, наряду с консолидированным учетом задолженности государственного сектора, которая включает все условные обязательства.

Управление пассивами государственного сектора в развивающихся странах

Если внутренний рынок заемного капитала характеризуется вялостью, у правительств может возникнуть соблазн финансировать государственные капиталовложения в целях обеспечения экономического роста за счет займов за рубежом. Однако тем самым они подвергают себя будущему риску, связанному с изменением валютных курсов, а также подрывают роль валютного регулирования, как одного из инструментов экономического управления. Одна из причин того, что странам Восточной Азии сопутствовал успех в течение такого длительного периода, заключается в том, что высокий уровень накоплений позволил правительствам увеличивать капиталовложения, не прибегая к иностранным займам. (В самом деле, крупномасштабность восточноазиатского кризиса в значительной мере объясняется либерализацией рынка капитала, в которой не было необходимости в силу высокого уровня накоплений). Одной из среднесрочных целей стран с высоким уровнем внешней задолженности должно быть развитие внутренних рынков капитала, с тем чтобы правительства могли опираться на займы в национальной валюте и стимулировать увеличение внутренних накоплений.

Если бы рынки иностранного капитала функционировали хорошо, развивающиеся страны могли бы брать кредиты за рубежом в собственной валюте (или в нескольких иностранных валютах, характеризующихся высокой степенью корреляции с национальной валютой). Хорошо функционирующие рынки позволили бы перевод валютных рисков на кредиторов развивающихся стран, для которых такие риски сопряжены с менее серьезными последствиями⁷⁸. В некоторых случаях именно это и произошло, однако в большинстве случаев развивающиеся страны вынуждены брать на себя основное бремя рисков, связанных с колебаниями валютных курсов и процентных ставок. Важно не столько то, из какого источника поступают средства, сколько риск, связанный с задолженностью, и с учетом того, что

⁷⁸ См. ЭКЛАК, 1998а, глава VIII.

зарубежные займы связаны с более высоким риском, странам следует ограничивать привлечение иностранных кредитов.

Большие несоответствия по валютным счетам и по срокам обязательств в структуре задолженности государственного сектора являются серьезной проблемой во многих развивающихся странах. Основная часть долгосрочной задолженности выражена в иностранных валютах, тогда как задолженность в национальной валюте обычно носит краткосрочный характер. При этом за исключением нескольких государственных компаний деятельность государственного сектора направлена на обслуживание национальной экономики (неторгуемые услуги), тогда как капиталовложения государственного сектора носят долгосрочный характер.

Структура сроков погашения обязательств государственного сектора *на внутреннем рынке* также чрезвычайно важна, что стало наглядно на примере нескольких финансовых кризисов. Главная причина этого заключается в высокой ликвидности ценных бумаг государственного сектора, что стимулирует замену активов и бегство капитала. Когда основная часть задолженности носит краткосрочный характер, стране постоянно приходится брать новые займы для отсрочки погашения своей задолженности. В периоды экономического спада, когда потребности в заемных средствах растут, будет необходимо повышение процентных ставок, чтобы отсрочка погашения задолженности стала привлекательной. Со своей стороны более высокие процентные ставки приведут к росту дефицита бюджета, способствуя быстрому росту стоимости обслуживания задолженности и общего объема задолженности. В дополнение к этому отсрочка погашения внутренних обязательств может иметь смысл только тогда, когда правительство берет на себя риски, связанные с девальвацией или будущим изменением процентных ставок, а это в свою очередь ведет к возникновению новых причин нестабильности. Именно это и произошло в преддверии мексиканского кризиса 1994 года и кризиса в Бразилии в 1999 году, когда облигации с фиксированными процентными ставками были быстро заменены на долларовые ценные бумаги с плавающими процентными ставками. В Колумбии в период кризиса 1998–1999 годов не наблюдалось такой широкомасштабной замены ценных бумаг, поскольку ее задолженность носит несколько более долгосрочный характер (по традиции ценные бумаги государственного сектора имеют срок погашения не менее одного года)⁷⁹.

Хотя тот факт, что государственные доходы в значительной мере определяются уровнем внутренних цен, указывает на то, что правительства должны привлекать кредиты в национальной валюте, есть две причины, по которым этого правила не следует придерживаться слишком строго. Первая причина связана с макроэкономическим управлением. Правительство должно регулировать уровень внешней задолженности государственного сектора для компенсации ярко выраженных проциклических тенденций потоков иностранного частного капитала. Например, в периоды сокращения потоков частного капитала государственный сектор может стать наилучшим нетто поставщиком иностранной валюты благодаря легкости доступа к источникам внешних кредитов, включая многосторонние финансовые учреждения.

Вторая причина касается спроса на внутренних рынках облигаций, который определяет способность государства эмитировать более долгосрочные внутренние долговые инструменты. Для эффективного функционирования рынков требуется существование вторичных рынков и рыночных игроков,

⁷⁹ Окампо, 2003а.

обеспечивающих ликвидность этих ценных бумаг. При отсутствии таких предпосылок перед правительством встает проблема выбора между урегулированием несоответствия по срокам и ликвидацией валютных несопадений. В долгосрочной перспективе власти должны преследовать цель обеспечения роста спроса на внутренних рынках капитала. Благодаря более низкому уровню риска и большей однородности ценных бумаг, эмитируемых центральным правительством, оно выполняет жизненно важную функцию развития более стабильных первичных и вторичных рынков для национальных ценных бумаг, что включает создание образцов для долговых инструментов частного сектора. Существование облигаций государственного займа дает возможность с большей легкостью отделить риски правительства от рисков фирм, и некоторые специалисты утверждают, что это стимулирует спрос корпоративного сектора на кредиты.

Нет сомнений, что все связано с риском. Задолженность в национальной валюте может сказаться на притоке краткосрочного капитала. Внутренний рынок государственной задолженности может дать иностранцам легкий доступ к краткосрочным инвестиционным инструментам, что приведет к резкому росту притока капитала в периоды экономического бума или к усилению оттока капитала в периоды кризиса. Ликвидность рынка казначейских векселей дает инвесторам возможность продавать валюту без покрытия, что облегчает биржевую игру на валютном курсе. Однако подобные опасения, возможно, не столь важны, поскольку они должны стимулировать правительства отказаться от привлечения займов в национальной валюте (чего они не стали бы делать в обратной ситуации). Говоря более конкретно, существуют разные виды регулирования капитального счета, при помощи которых можно нейтрализовать такие риски. Например, правительства могут ввести запрет на приобретение иностранцами краткосрочных ценных бумаг; они также могут ввести требование о том, что иностранцы обязаны держать долгосрочные ценные бумаги не менее одного года; или они могут создать для иностранных инвесторов такой режим, который бы стимулировал их воздерживаться от спекулятивных операций.

Еще одна проблема возникает в силу децентрализованного характера большинства правительств: многие субнациональные административные органы (или даже их большинство), а также предприятия государственного сектора рассчитывают на государственную помощь в периоды кризиса. В результате этого возникает серьезная проблема «морального риска». Появляется необходимость в конкретных правовых нормах и ограничениях, включая четкие правила применительно к задолженности государственного сектора механизм прямого контроля над привлечением иностранных кредитов, а также в правилах, устанавливающих минимальные сроки погашения и максимальный спрэд, которые регламентируют заемные операции субъектов государственного сектора. Такие правила должны распространяться

не только на центральные органы власти, но и на автономные учреждения государственного сектора и субнациональные административные органы⁸⁰.

⁸⁰ Одним из механизмов, который может использоваться иностранными кредиторами для снижения риска кредитования в национальной валюте, является диверсификация. Риски внутренних кредиторов обычно сконцентрированы в национальной валюте, однако иностранные кредиторы могут воспользоваться отсутствием корреляции между внутренними рынками развивающихся стран, тем самым снижая рискованность инвестиционных операций в любой из национальных валют. См. Dodd and

Выводы: микроэкономические интервенции и прочие неортодоксальные механизмы

Как неоднократно упоминалось на протяжении всего этого документа, существует множество неортодоксальных механизмов, которые развивающиеся страны могут использовать для стимулирования своей экономики, например такие, как регулирование налоговой системы, банковской системы и других секторов экономики. Содержащийся в настоящем документе перечень видов микроэкономической интервенции не является полным. Однако главная идея проста: при попытках стабилизировать экономику нет необходимости ограничиваться стандартными макроэкономическими мерами.

Иногда утверждается, что следует воздерживаться от применения подобных микроэкономических интервенций, поскольку они ведут к искажениям; однако в ответ на это можно сказать несколько вещей. Во-первых, эффективность стандартных инструментов ограничена, что особенно справедливо в случае развивающихся стран. Экономические потери по теории «треугольников Харбергера» (скажем, снижение эффективности в результате налоговой интервенции) не идут ни в какое сравнение с потерями от недоиспользования ресурсов страны. Более того, экономика развивающихся стран характеризуется бесконечным множеством дефектов рынка; даже в промышленно развитых странах рынки капитала характеризуются недостатками, многие из которых обусловлены неизбежной неточностью информации. Те, кто выступает против микроэкономических интервенций, исходят из того, что экономику можно правильно описать идеально конкурентной моделью с точной информацией и отсутствием искажений. Однако такое предположение не применимо даже к наиболее высокоразвитым странам и вообще неуместно в случае развивающихся стран. Правильно разработанные микроэкономические меры могут обеспечить повышение эффективности экономики, одновременно содействуя укреплению экономической стабильности.

V. Список использованной литературы

- Akerlof, George, and Paul Romer (1993). Looting the economic underworld of bankruptcy for profit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1–73.
- Alesina, Alberto, and Lawrence Summers (1993). Central Bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25/2: 151–162.
- Levine, Ross, and David Renelt (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 942–963.
- and Sara Zervos (1993). What have we learned about policy and growth from cross-country regressions? *American Economic Review*, 426–430.
- Auerbach, Alan (1991). Retrospective capital gain taxation. *American Economic Review*, 81/1: 167–178.
- D. Bradford (2002). Generalized cash-flow taxation. NBER Working Paper, 8122.
- Baker, Dean, and Mark Weisbrot (2002). The role of social security privatization in Argentina's economic crisis. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.
- Bank of Japan (2003). Japan's deflation and policy response. Based on a speech given by Kazuo Ueda, Member of the Policy Board, at the Meeting on Economic and Financial Matters in Nara City, Nara Prefecture. April 24, 2003.
- Barro, Robert (1997). *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Baunsgaard, Thomas, and Michael Keen (2005). Tax revenue and (or?) trade liberalization. Working Paper 05/112, IMF, Washington D.C.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05112.pdf>
- Ben-David, Dan, and David Papell (1998). Slowdowns and meltdowns: Postwar growth evidence from 74 Countries. *Review of Economics and Statistics*, 80: 561–571.
- Bhattacharya, Amar, and Joseph Stiglitz (2000). The Underpinnings of a stable and equitable global financial system: From old debates to a new paradigm, Annual World Bank Conference on Development Economics 1999. Washington, DC: The World Bank.
- Birdsall, Nancy and Augusto de la Torre, with Rachel Menezes (2001). *Washington contentious: Economic policies for social equity in Latin America*. Washington, D.C.: Carnegie Endowment for International Peace.
<http://www.carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>
- Boskin Commission Report (1999). Toward a more accurate measure of the cost of living. *Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study Consumer Price Index*
<http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>
- Budnevich, Carlos, and Guillermo Le Fort (1997). Fiscal policy and the economic cycle in Chile. *CEPAL Review*, 61.
- Bruno, Michael (1995). *Inflation growth and monetary control: Non-linear lessons from crisis and recover*, Paolo Baffi Lectures on Money and Finance. Rome: Bank of Italy, Edizioni dell'elefante.
- William Easterly (1996). Inflation and growth: In search of a stable relationship. *FRBSL*, 78/3: 139–146.
- William Easterly (1998). Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, 41/1: 3–26.

- Stanley Fischer, Elhanan Helpman, Nissan Liviatan, and Leora Meridor (eds) (1988). *Lessons of economic stabilization and its aftermath*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch, and Stanley Fischer (eds) (1991). *Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia, and Mexico*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Buiter, Willem (2003). James Tobin: An appreciation of his contribution to economics. NBER Working Paper, 9753.
- Centrangolo, Oscar, Argentina (forthcoming), IPD Argentina tax case study (2005). In *IPD Task Force Volume*
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Centra_Argentina_Summary.pdf
- Chirinko, Bob (1993). Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, 1/4: 1875–1911.
- Cobham, Alex (2005). Tax evasion, tax avoidance and development finance. Working Paper 129, Queen Elizabeth House, Oxford, September.
<http://www.qeh.ox.ac.uk/pdf/qehwp/qehwps129.pdf>
- Cooper, Richard (1992). *Economic stabilization and debt in developing countries*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Culpeper, Roy and Nihal Kappagoda (2006). *Domestic resource mobilization, debt sustainability and the Millennium Development Goals*
- Dasgupta, Partha, and Joseph Stiglitz (1977). Tariffs versus quotas as revenue raising devices under uncertainty. *American Economic Review*, 67/5: 975–981.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel, and Steven Barnett (2003). Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: Experience and fiscal policy implications, in *Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries*, Jeffrey Davis, Rolando Ossowski, and Annalisa Fedelino eds. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Díaz-Alejandro, Carlos, and Andres Velasco (1988). *Trade, development and the world economy. Selected essays of Carlos F. Diaz-Alejandro*. Oxford: Basil Blackwell.
- Dodd, Randall, and Shari Spiegel (2005). Up from sin: A portfolio approach to salvation, in *The IMF and World Bank at 60*. Ariel Buira ed.. London: Anthem Publishers.
- Easterly, William, and Luis Servén (eds) (2003). *The limits of stabilization: Infrastructure, public deficits, and growth in Latin America*. Palo Alto, California: Stanford University Press and World Bank.
- Eaton, Jonathan, and Mark Gersovitz (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *The Review of Economic Studies*, 48/2: 289–309.
- ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (1998a). *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: Textos seleccionados*. Santiago: Fondo de Cultura Económica y CEPAL.
- (1998b). *The fiscal covenant: Strengths, weaknesses, challenges*. Santiago: ECLAC.
- The Economist* (2003). A place for capital controls, 3 May: 16.
- Emran, Shahe and Joseph Stiglitz (2005). On selective indirect tax reform in developing countries. *Journal of Public Economics*, 89: 599-623.
- Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and Jomo K. S. (forthcoming). Capital management techniques in developing countries: Managing capital flows in Malaysia, India, and China. In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel, and Joseph Stiglitz, eds. Oxford University Press.

- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez, and Jesús Saurina (2001). Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain. In *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*. BIS Papers, 1 March.
- Ffrench-Davis, Ricardo, and Guillermo Larraín (2003). How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis. In *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones, eds. London: Palgrave/Macmillan.
- Fischer, Andreas (1996). Central Bank independence and sacrifice ratios. *Open Economies Review*, 7: 5–18.
- Fischer, Stanley (1996). "Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" in *Achieving Price Stability*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyo., August 29-31, 1996.
- FitzGerald, Valpy (2006). *Tax reform in a globalized world*, presented to the UN-DESA/FONDAD Policy space for developing countries in a globalized world conference, New York, 7-8 December 2006.
- Frenkel, Roberto (2004). Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. Paper prepared for the Group of 24, Washington, DC.
- Lance Taylor (2006). Real exchange rate, monetary policy, and employment. In *Policy matters: Economic and social policies to sustain equitable development*, J.A. Ocampo, Jomo K. S., and Sarbuland Khan, eds. New York, NY: United Nations.
- Furman, Jason, and Joseph Stiglitz (1998). Economic crises: Evidence and insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1–114.
- Gaspar, Vitor, and Frank Smets (2002). Monetary policy, price stability and output gap stabilization. *International Finance*, 5/2: 193–211.
- Goodfriend, Marvin, and Robert King (2001). The case for price stability. NBER Working Paper, w8423.
- Gordon, Roger, and Wei Li (2005). *Tax structures in developing countries: Many puzzles and a possible explanation*. UCSD and University of Virginia, 2005.
- Griffith-Jones, Stephany, and Avinash Persaud (forthcoming). The pro-cyclical impact of Basle II on emerging markets and its political economy. In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel and Joseph Stiglitz eds. New York: Oxford University Press.
- Hubbard, Glenn (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36/1: 193–225.
- Jorgenson, Dale, and Eric Yip (2001). Whatever happened to productivity growth? *New Developments in Productivity Analysis, Studies in Income and Wealth*, 63: 509–540.
- Jun, Joosung (forthcoming). The tax-expenditure linkage in Korea?, IPD Korea tax case study (2005), in IPD Tax Force Volume (forthcoming).
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Jun_Presentation.pdf
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart, and Carlos Végh (2004). When it rains, it tours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. NBER Working Paper, 10780.
- Keynes, J.M. (1936). *General theory of employment, interest and money*. London: Macmillan.
- Krugman, Paul, and Lance Taylor (1978). Contractionary effects of devaluations. *Journal of International Economics*, 8/3: 445–456.
- Levine, Ross, and David Renelt (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 82/4: 942-963.

- Sara Zervos (1993). What have we learned about policy and growth from cross-country regressions. *American Economic Review*, 426-430.
- Lutz, Matthias (1999). Unit roots versus segmented trends in developing countries output Series. *Applied Economic Letters*, 6: 181–184.
- Mahadeva, Lavan, and Gabriel Sterne (eds) (2000). *Monetary policy frameworks in a global context*. New York: Routledge.
- Marfán, Manuel (2005). Fiscal policy, efficacy and private deficits: A macroeconomic approach, in *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, J.A. Ocampo ed. Stanford: Stanford University Press and ECLAC.
- Martner, Ricardo, and Varinia Tromben (2003). Tax reforms and fiscal stabilization in Latin America. In Tax Policy, Banca d'Italia Research Department, Public Finance workshop.
- McKinley, Terry (2005). Why is the Dutch disease always a disease? The macroeconomic consequences of scaling up ODA. UNDP International Poverty 42 Centre Working Paper No. 10, Brasilia.
<http://www.undp-povertycentre.org/newsletters/WorkingPaper10.pdf>
- Miller, Marcus, and Joseph Stiglitz (1999). Bankruptcy protection against macroeconomics shocks: The case for a “super chapter 11.” World Bank Conference on Capital Flows, Financial Crises and Policies.
- Nayyar, Deepak (1997). Themes in trade and industrialization. In *Trade and industrialization*, Deepak Nayyar ed. Delhi: Oxford University Press.
- (2000). Macroeconomic reforms in India: Short-term effects and long-run implications, In *Adjustment and beyond: The reform experience in South Asia*, Wahidudin Mahmud, ed. London: Palgrave.
- Neary, Peter and Joseph Stiglitz (1983). Toward a reconstruction of Keynesian economics: Expectations and constrained equilibria. *Quarterly Journal of Economics*, 98: 199–228.
- Ocampo, J.A. (2002). Developing countries’ anti-cyclical policies in a globalized world. In *Development economics and structuralist macroeconomics: Essays in honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt and Jaime Ros, eds. Aldershot: Edward Elgar, 2002.
- (2003a). Capital account and counter-cyclical prudential regulation in developing countries, in *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones eds. London: Palgrave/Macmillan.
- (2003b). International asymmetries and the design of the international financial system, In *Critical issues in financial reform: A view from the south*, Albert Berry ed. New Brunswick: Transaction Publishers.
- (2004b). Lights and shadows in Latin American structural reforms. In *Economic reforms, growth and inequality in Latin America: Essays in honor of Albert Berry*. Gustavo Indart, ed. Aldershot: Ashgate.
- (2005b). A broad view of macroeconomic stability. IPD Conference Background Papers.
- (forthcoming). Latin America and the world economy in the long twentieth century. In *The great divergence: Hegemony, uneven development and global inequality during the long twentieth century*. Jomo K.S. ed. New Delhi: Oxford University Press.
- and Palma (2007). IPD Capital Market Liberalization Companion Volume, forthcoming
- Oliveira, Jose (2005). The Brazilian tax structure, IPD Brazil Tax Case Study. Processed. In *IPD Tax Force Volume*.
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Oliveira_Brazil_Summary.pdf

- Posen, Adam (1998). Central Bank independence and disinflationary credibility: A missing link? *Oxford Economic Papers*, 50: 335–359.
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff (2004). The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 119/1: 1–48.
- Reserve Bank of New Zealand (2000). *Alternative monetary policy instruments*. <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096420.pdf>
- Rodrik, Dani (forthcoming). A practical approach to formulating growth strategies. In *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Andres Velasco and Ricardo Hausmann (forthcoming). Growth diagnostics. In *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Rojas-Suarez, Liliana (forthcoming). Domestic financial regulations in developing countries: Can they effectively limit the impact of capital account volatility? In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel, and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Romer, Paul (1987). Crazy explanations for the productivity slowdown. In Stanley Fischer, ed. *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge, Mass.: NBER.
- Schneider, Benu (2006). Aid delivery, management and absorption. UN DESA, Mimeo.
- Shapiro, Carl, and Joseph Stiglitz (1984). Equilibrium unemployment as a worker discipline device. *American Economic Review*, 74/3: 433–444.
- Shigehara, Kumiharu (1992). Causes of declining growth in industrialized countries, *Policies for Long-Term Economic Growth*. Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Stiglitz, Joseph (1998). Knowledge for development: Economic science, economic policy, and economic advice. In *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Boris Pleskovic and Joseph Stiglitz, eds. Washington: World Bank, 9–58.
- (2003a). Whither reform? Towards a new agenda for Latin America. *Revista de la CEPAL*, 80: 7–40.
- (2003b). *The roaring nineties*. New York: W. W. Norton & Company.
- A. Weiss (1981), Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71/3: 393–410.
- J.A. Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis, and Deepak Nayyar (2006). *Stability with growth*. Oxford: Oxford University Press.
- Svensson, Lars (2000). *Does the P* model provide any rationale for monetary targeting?* NBER Working Paper No. 7178. National Bureau of Economic Research.
- Tanzi, Vito, and Howell Zee (2001). Tax policy for developing countries. International Monetary Fund.
- Taylor, Lance (1988). *Varieties of stabilization experience: Towards sensible macroeconomics in the Third World*. Oxford: Clarendon Press.
- (1993). *The rocky road to reform: Adjustment, income distribution and growth in the developing world*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Tobin, James, and William Brainard (1977). Asset markets and the cost of capital. In *Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner*, Richard Nelson and Bela Balassa, eds. Amsterdam: North-Holland. 235–262.
- Weitzman, Martin (1974). Prices vs. quantities. *Review of Economic Studies*, 41/4: 477–491.
- World Bank (1999). *Global economic prospects and the developing countries, 1998–99—Beyond Financial Crisis*. Washington, DC: World Bank.

Zahler, Roberto (2003). Macroeconomic stability under pension reform in emerging economies: The case of Chile. *Proceedings of the Seminar on Management of Volatility, Financial Globalization and Growth in Emerging Economies*. Santiago: ECLAC.