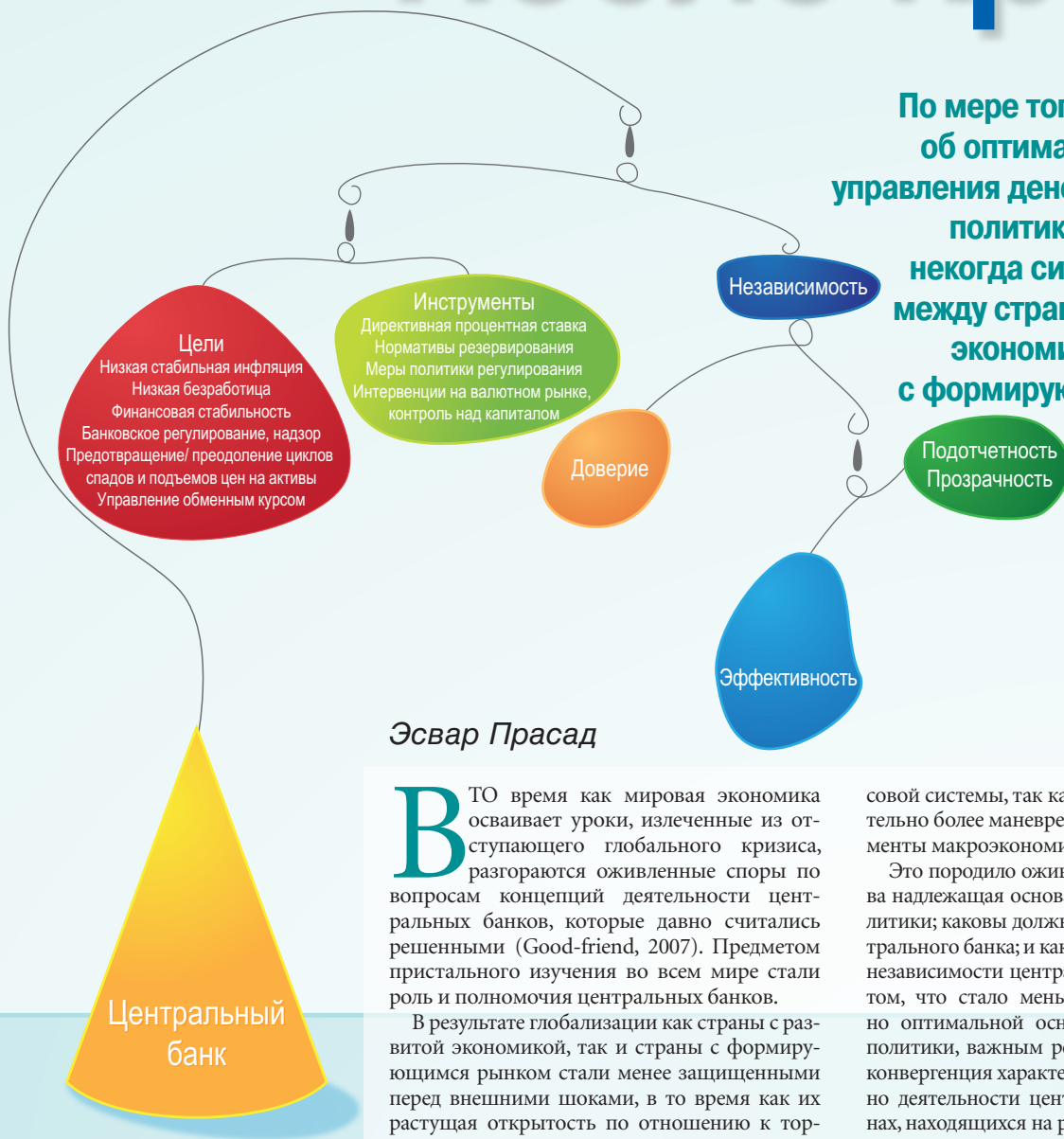




# После краха



По мере того как дискуссия об оптимальных способах управления денежно-кредитной политикой разгорается, некогда сильные различия между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком стираются

Эсвар Прасад

**В**ТО время как мировая экономика осваивает уроки, излеченные из отступающего глобального кризиса, разгораются оживленные споры по вопросам концепций деятельности центральных банков, которые давно считались решенными (Good-friend, 2007). Предметом пристального изучения во всем мире стали роль и полномочия центральных банков.

В результате глобализации как страны с развитой экономикой, так и страны с формирующимся рынком стали менее защищенными перед внешними шоками, в то время как их растущая открытость по отношению к торговле и финансовым потокам создает более широкие каналы для межстрановых вторичных эффектов и потрясений. Эти силы также повысили бремя, которое ложится на денежно-кредитную политику. Центральным банкам в настоящее время намного труднее использовать инструменты, такие как изменение процентной ставки, для достижения своих целей внутри страны. Растекаясь по всему миру, капитал может создавать большие трудности в управлении денежно-кредитной политикой, особенно в странах с менее емкими финансовыми системами. Тем не менее, денежно-кредитная политика приобретает все большую важность как первая линия обороны от внешних шоков и нарушений в работе финан-

совой системы, так как она может быть значительно более маневренной, чем другие инструменты макроэкономической политики.

Это породило оживленную дискуссию: какова надлежащая основа денежно-кредитной политики; каковы должны быть рамки задач центрального банка; и какова оптимальная степень независимости центрального банка. Даже притом, что стало меньше ясности относительно оптимальной основы денежно-кредитной политики, важным результатом кризиса стала конвергенция характера дискуссий относительно деятельности центральных банков в странах, находящихся на различных стадиях экономического и институционального развития.

Центральные банки стран с формирующимся рынком считались отстающими от центральных банков стран с развитой экономикой в плане жесткости их операционной основы, а также сложности и прозрачности их операций. Однако центральные банки стран с формирующимся рынком вышли из кризиса в значительно лучшей форме, чем центральные банки стран с развитой экономикой. Менее сложные финансовые рынки и значительно более пруденциальное регулирование оказались преимуществом. Соответственно, некоторые интересные изменения произошли в дискуссии о надлежащей денежно-кредитной политике и политике регулирования в странах с форми-

рующимся рынком (Gill, Kanbur, and Prasad, 2009). Для начала представляется целесообразным рассмотреть некоторые общие принципы, актуальные для всех типов экономики.

### Цель — таргетирование инфляции

За последние два десятилетия таргетирование инфляции — в косвенной или явной форме — стало предпочтительной основной денежно-кредитной политики в большинстве стран с развитой экономикой. Центральные банки ряда стран с формирующимся рынком также приняли основу политики, при которой их приоритет состоит в том, чтобы поддерживать инфляцию на целевом уровне или в пределах установленного диапазона. Многие другие также двигаются в направлении такой системы. Таргетирование инфляции хорошо зарекомендовало себя как способ обеспечения стабильности цен и фиксирования инфляционных ожиданий, что имеет большое значение для стран с формирующимся рынком, в которых высокая инфляция причиняет особый ущерб, так как ложится непропорционально высоким бременем на бедных.

Однако после глобального финансового кризиса таргетирование инфляции подверглось жесткой критике. Центральные банки в развитых странах обвиняются в том, что они уделяли слишком много внимания стабильности цен, игнорируя пузыри цен на рынках активов, и не смогли предотвратить худший кризис за целое поколение.

Тем временем, хотя многие страны с формирующимся рынком относительно благополучно перенесли кризис, центральные банки в этой группе стран, проводящие таргетирование инфляции, также сталкиваются с требованиями отказаться от этой основы политики. Критики утверждают, что оно может причинить ущерб экономике этих стран, если при нем игнорируются резкие колебания обменного курса и циклы спадов и подъёмов на рынках акций и жилья.

В действительности представителями центральных банков некоторых стран с формирующимся рынком выдвигается еще более широкий довод о том, что низкая инфляция не является ни необходимой, ни достаточной для обеспечения финансовой стабильности. Тот факт, что огромное напряжение на финансовых рынках появилось во многих странах с развитой экономикой в период низкой инфляции и стабильного роста, заставляет серьезно отнестись к этой точке зрения.

### Пузыри цен на рынках активов

Пузыри цен на рынках акций и жилья в случае их прорыва, что, в конечном итоге, и происходит, могут иметь пагубные последствия для финансовых рынков и экономики. Как представляется, это подтверждает тот довод, что центральные банки не могут игнорировать пузыри цен на рынках активов и что узкая основа политики, ограничивающая возможности центральных банков принимать превентивные меры против образования таких пузырей, обречена на неуспех. Однако существует одна серьезная проблема: в режиме реального времени такие пузыри трудно обнаружить, и совершенно не очевидно, что денежно-кредитная политика является правильным инструментом, чтобы их устранять, пока они не стали слишком большими.

Пуристическая точка зрения в отношении денежно-кредитной политики состоит в том, что поскольку центральные банки располагают надлежащей макроэкономической моделью в отношении инфляции, опасность пузырей цен на активы должна также учитываться основой таргетирования инфляции. Бум цен на активы повышает финансовое благосостояние домашних хозяйств и фирм, заставляя их чувствовать себя более богатыми и тратить больше средств. Это ведет к увеличению совокупного спроса, в результате которого повышается инфляция, что, в свою очередь, вызывает ответные меры политики. Другими словами, центральные банки должны автоматически удерживать резкий рост цен на активы, принимая меры денежно-кредитной политики для сдер-

живания инфляционного воздействия. Тем не менее, даже если центральные банки располагают надлежащей моделью, цены на активы могут резко подняться, а лопнувшие пузыри вызовут разрушительные последствия еще до того, как станет очевидным их воздействие на совокупный спрос.

Компромиссная позиция состоит в том, что такие пузыри, вызванные мягкой денежно-кредитной политикой, — например, возможно, бум цен на жилье в Соединенных Штатах, — должны сдерживаться мерами этой политики, в то время как другие, такие как бум цен на акции в секторе технологии в начале 2000-х годов, должны устраняться мерами политики регулирования или не должны контролироваться. Этому подходу присущи свои проблемы из-за того, что существуют трудности их обнаружения и сдерживания, не говоря уже об определении их причин. По сей день продолжают споры о том, было ли резкое повышение и последующее падение цен на жилье в Соединенных Штатах вызвано главным образом мягкой денежно-кредитной политикой или слабым регулированием.

Как бы ни решился этот спор, из-за кризиса центральным банкам будет трудно игнорировать цены на активы, даже если они не будут устанавливать для них каких-либо формальных целевых уровней. Действительно, если на центральные банки будет возложена четкая ответственность за поддержание финансовой стабильности, они должны будут управлять ценами на активы. В конечном итоге, в ходе последнего кризиса именно обвал цен на жилье в Соединенных Штатах поставил на колени всю финансовую систему. Некоторые центральные банки считают, что сохранение финансовой стабильности столь тесно связано с обычными целями денежно-кредитной политики, что невозможно разделить эти две функции (Blinder, 2010).

Данный аспект «расползания полномочий» центральных банков может вызвать осложнения. Рассмотрим вариант использования инструментов регулирования для управления пузырями цен на активы и обеспечения финансовой стабильности, а политики в отношении процентных ставок — для управления инфляцией. Это может создавать напряженность, когда на финансовом благополучии финансовых учреждений, за которое отвечает центральный банк, может сказываться политика в отношении процентных ставок. Например, низкие директивные процентные ставки благоприятны для прибыли банков, так как обеспечивают банкам доступ к дешевым кредитам, но низкие ставки могут вызвать всплеск инфляционных ожиданий и образование пузыря цен на активы.

Существует и еще больший риск, связанный с данным аспектом «расползания полномочий». Хотя существует соблазн включить цены на активы в основу денежно-кредитной политики, опасно просить центральные банки управлять деятельностью рынков активов без четких критериев и знания того, как меры денежно-кредитной политики влияют на цены на активы. Эта сфера мало изучена, но очевидно, что центральные банки не могут остановить свою работу в ожидании теоретического решения проблемы.

### Задачи и инструменты

В разгар кризиса денежно-кредитная политика должна быть прагматической и использовать все доступные инструменты. Действительно, решительные и массированные интервенции ликвидностью, предпринятые центральными банками по всему миру, сыграли важную роль в предотвращении коллапса финансовых систем во время последнего кризиса. Однако при этом остается открытым вопрос о том, какая основа денежно-кредитной политики является правильной для нормальных времен. Какая основа будет способствовать макроэкономической и финансовой стабильности, уменьшать колебания деловых циклов и обеспечивать возможность для денежно-кредитной политики решительно реагировать на внешние шоки?

Традиционная точка зрения, опирающаяся на научные исследования и практический опыт, состоит в том, что

денежно-кредитная политика, по сути, располагает только одним инструментом — обычно им является директивная процентная ставка, — который может использоваться для достижения, в лучшем случае, одной цели, например, низкой и стабильной инфляции. Более взвешенная версия этой точки зрения состоит в том, что большинство центральных банков в действительности располагает двумя инструментами — инструментом денежно-кредитной политики и полномочиями осуществлять регулирование. Первый должен использоваться для управления инфляцией, а второй препятствует нарастанию дисбалансов в финансовой системе. Но даже этот ограниченный набор целей создает напряженность. Например, как уже отмечалось, что приемлемо для финансовой системы в периоды стресса — низкие процентные ставки и избылики ликвидности, — может не всегда подходить для управления инфляцией.

Эта напряженность является повышенной в странах с формирующимся рынком, в которых центральные банки традиционно отвечают за широкий диапазон социально-экономических целей в дополнение к обеспечению стабильности цен и финансовой системы. Например, вера в то, что стабильная и прозрачная денежно-кредитная политика, сфокусированная главным образом на одной цели, является самой оптимальной в долгосрочной перспективе, наталкивается на суровую реальность, которая заключается в том, что резкое увеличение притока капитала и вызванное им повышение обменного курса может иметь перманентные пагубные последствия для доли страны на экспортных рынках и подрывать легитимность центрального банка. Поэтому сопутствующие цели, такие как управление обменным курсом, усложняют проведение денежно-кредитной политики в этих странах. Инструменты, такие как контроль над капиталом, имеют ограниченную эффективность и создают собственные проблемы.

Несколько иное видение проблемы заключается в том, что в странах с формирующимся рынком центральные банки, в конечном итоге, отвечают за широкий набор целей. Один из вариантов — попытаться охватить все эти цели, со всеми вытекающими рисками, так как если одна из этих целей не будет достигнута, виноватым, в любом случае, окажется центральный банк. С другой стороны, с тем же успехом можно утверждать, что имея множественные цели центральному банку тем более необходимо поставить перед собой и довести до сведения общества более ограниченный набор задач, которые он может надеяться эффективно решить.

Если же центральный банк действительно берет на себя множественные полномочия, он может создать нереалистичские ожидания в отношении того, что он может и не может сделать с помощью имеющихся инструментов. Действительно, существует соблазн приписать денежно-кредитной политике неограниченные возможности, с чем сталкиваются руководители центральных банков ряда стран с формирующимся рынком. Однако это время может оказаться слишком тяжелым и, в конечном итоге, обреченным на неуспех, особенно в странах со слабыми институциональными структурами, ограниченным потенциалом регулирования и высокими уровнями бюджетного дефицита и государственного долга. Даже в отсутствие этих ограничений денежно-кредитная политика сама по себе не может повлиять на долгосрочный потенциал роста экономики или на длительное время изменить уровень безработицы.

Более узкая точка зрения заключается в том, что в любом случае денежно-кредитная политика может способствовать макроэкономической и финансовой стабильности путем поддержания низкой и стабильной инфляции. Эта основа, если она эффективно применяется, определяет пределы возможного для денежно-кредитной политики и служит четким стандартом для подотчетности. Разногласия между сторонниками этих различных точек зрения выливаются в споры о независимости центральных банков.

## Важна ли независимость?

Принцип независимости центральных банков подвергается нападкам во всем мире. Конгресс Соединенных Штатов грозит ввести более строгий надзор над Советом управляющих Федеральной Резервной Системы, даже в то время когда он предоставляет ему более широкие полномочия для управления крупными и системно важными финансовыми учреждениями. В других странах кризис служит оправданием для попыток политиков ввести контроль над центральным банком. В Аргентине президент страны уволил председателя правления центрального банка за то, что он не согласился использовать резервы иностранной валюты для оплаты части долговых обязательств страны.

Эти события имеют место несмотря на преобладающее мнение о том, что независимость центрального банка является несомненным преимуществом, так как позволяет ему сосредоточить усилия на том, что он делает лучше всего без политических или иных ограничений, а также помогает обеспечить доверие к деятельности центрального банка по управлению инфляционными ожиданиями. В трудные времена это доверие оказывается особенно важным, так как дает центральному банку возможность принимать чрезвычайные меры, не теряя контроля над инфляционными ожиданиями. Примером служат относительно умеренные инфляционные ожидания в Соединенных Штатах, несмотря на вливание огромной суммы ликвидности ФРС в 2008–2009 годах и быстро растущий уровень государственного долга. По крайней мере, до сих пор рынки, как представляется, убеждены, что ФРС не позволит инфляции выйти из-под контроля.

Однако концепция независимости центрального банка является сложной. Традиционное мнение таково, что у независимого центрального банка, преследующего узкую, но четко определенную цель, например поддержание низкой и стабильной инфляции, существуют наилучшие шансы быть эффективным и прозрачным, что делает его менее подверженным политическому вмешательству. Даже центральные банки, перед которыми стоит одна четко определенная цель в виде целевого показателя инфляции, обладают только операционной независимостью для его достижения. Правительство определяет собственно целевой показатель и последствия его недостижения. Действительно, если бы правительство устанавливало показатель, он не имел бы легитимности в глазах широкой общественности.

Но даже такую узкую задачу может быть сложно выполнить, если правительство проводит расточительную налогово-бюджетную политику, накапливая крупный бюджетный дефицит. Кроме того, если центральные банки отвечают за стабильность финансовых рынков и предотвращение пузырей цен на активы, им должны быть предоставлены более широкие инструменты, чем директивная процентная ставка (или в некоторых случаях норматив резервирования). Однако существует глубокое противоречие между центральными банками, вынужденными решать множественные задачи, — даже если они обладают соответствующим количеством инструментов, — и операционной независимостью, необходимой для достижения целевого показателя инфляции. Более широкие цели неизменно означают большее политическое вмешательство и меньшее доверие к способности поддерживать низкую инфляцию.

Эти осложнения усугубляются в странах с формирующимся рынком. Во многих из этих стран центральные банки относятся к числу наиболее эффективно управляемых и пользующихся наивысшим доверием в обществе учреждений, что создает соблазн возложить на них дополнительные обязанности. Однако принимая дополнительную ответственность, они могут стать менее эффективными именно в той сфере, в которой они доказали свою действенность, — в сфере сдерживания инфляции.

Настоящий парадокс заключается в том, что более узкий круг задач может также поставить под угрозу независимость центрального банка, если ситуация будет выглядеть таковой, будто центральный банк не волнуют другие цели, такие как экономический рост и занятость. Руководители центральных



банков в некоторых странах с формирующимся рынком косвенно указывают, что та небольшая независимость, которой они располагают, «висит на ниточке», которая может оборваться, если, например, центральный банк ничего не будет делать в отношении быстро растущего обменного курса, причиняющего ущерб экспортерам, или пузыря цен на активы, который может вызвать значительные потери, если он прорвется.

Классическое возражение заключается в том, что центральный банк может наиболее эффективно способствовать высокому экономическому росту и финансовой стабильности, обеспечивая стабильные макроэкономические условия посредством стабильности цен. Учитывая ход недавнего кризиса, этот довод начинает звучать в виде догмы и малосостоятельным. Действительно, это одна из областей, в которых, как представляется, происходит усиление несоответствия между теорией о деятельности центральных банков и их практикой.

## Много альтернатив

Несмотря на то, что таргетирование инфляции все больше выходит на передний план, сохраняется широкий набор альтернативных вариантов деятельности центральных банков. На одном конце спектра находятся центральные банки, которые формально осуществляют таргетирование инфляции, например в Канаде, Новой Зеландии и Таиланде. ФРС США формально имеет двойной мандат: содействие экономическому росту и обеспечение стабильности цен, но рассматривается многими как использующая в качестве главного приоритета целевой показатель инфляции. На другом конце спектра находится Резервный банк Индии, Председатель правления которого Дувури Суббарао недвусмысленно именуется им как центральный банк полного обслуживания, преследующий множественные цели, в числе которых низкая и стабильная инфляция не обязательно является доминирующим приоритетом. Ряд центральных банков, включая Народный банк Китая, использует в той или иной форме целевой показатель обменного курса, по сути «импортируя» меры денежно-кредитной политики из-за границы.

Теоретические модели имеют значительно более узкий диапазон. Например, модели систем таргетирования инфляции сфокусированы в основном на жестком таргетировании или его гибкой форме, при которой центральный банк пытается воздействовать на разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства, который отражает избыточные мощности в экономике. Проведено мало исследований, устанавливающих четкую связь между стабильностью цен и финансовой стабильностью или показывающих, как цены на активы могут быть интегрированы в более широкую основу денежно-кредитной политики.

Даже в более узком контексте научные исследования только начинают определять те особые вызовы, которые стоят перед странами с формирующимся рынком. Например, вопрос о том, какой ценовой индекс следует использовать в качестве ориентира центральному банку, применяющему таргетирование инфляции, приобретает совершенно иной смысл в странах с низкими и средними доходами. В этих странах расходы на продовольствие составляют почти половину всех расходов домашних хозяйств, а значительная часть населения работает в условиях налично-денежной экономики, почти не имея доступа к формальной финансовой системе (Anand and Prasad, 2010). Центральные банки в этих странах не могут ориентироваться только на базовую инфляцию, которая исключает волатильные цены на продовольствие и энергию, даже несмотря на то что классические теоретические модели показывают, что базовая инфляция служит надлежащим целевым показателем. Остаются также нерешенными вопросы о надлежащем уровне инфляции, на который следует ориентироваться в странах с формирующимся рынком, или компромиссе между более высокой инфляцией и более сильным обменным курсом (Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, 2010).

Резюмируя вышесказанное, даже несмотря на то, что ученые (включая автора этой статьи) призывают к более прочным

основам денежно-кредитной политики, в более полной степени опирающимся на анализ, они не предложили такие основы, которые решали бы сложные практические задачи, стоящие перед центральными банками стран с формирующимся рынком.

## Нормализация ситуации

Центральные банки продемонстрировали свою способность действительно реагировать на кризисы. Однако главный вопрос заключается не в ответной реакции на кризисы, а в определении основы денежно-кредитной политики, которая помогла бы уменьшить саму вероятность кризисов. Ответы на него менее очевидны. Интересно отметить, что практически все страны, которые применяли явный — или косвенный — режим таргетирования инфляции до начала кризиса, в той или иной степени указали, что они намерены сохранить эту основу политики, возможно, потому, что она продемонстрировала свою эффективность в обеспечении стабильности цен.

Остается ряд вопросов относительно того, как таргетирование инфляции может быть адаптировано к ситуации после кризиса. Однако еще более фундаментальным является вопрос о том, обеспечивает ли этот подход, по крайней мере, базовую основу, которая может быть адаптирована к конкретным условиям отдельных стран.

Служит ли таргетирование инфляции основой, обеспечивающей центральным банкам свободу действий для достижения того, что они могут делать наиболее эффективно, и для создания реалистических ожиданий в отношении того, чего может достичь денежно-кредитная политика? Или же это своего рода смиренная рубашка, которая, по сути, позволяет центральным банкам игнорировать финансовый рынок и макроэкономические события, которые, в конечном счете, могут создавать большие угрозы.

Прагматизм является превосходным операционным правилом в трудные времена, но не служит основой для стабильности в нормальной ситуации. Отсутствие всякой основы обеспечивает гибкость и адаптивность, но ценою ослабления «якоря» инфляционных ожиданий. Это также грозит ограничением способности центральных банков заручиться доверием, которое может оказаться ценным во времена макроэкономической и финансовой напряженности.

Таргетирование инфляции по-прежнему представляется наиболее оптимальной основой, и винить ее за провалы регулирования, явившиеся причиной почти полного финансового коллапса, — это все равно, что выплеснуть воду из ванны вместе с младенцем. Достижение равновесия между всеми этими аспектами будет нелегким делом. Руководителям центральных банков и ученым есть над чем подумать. ■

*Эсвар Прасад является профессором торговой политики Фонда Нандала П. Толани Корнельского университета, руководителем Фонда «Новый век» в области международной экономики при Брукингском институте и научным сотрудником Национального бюро экономических исследований.*

---

### Литература:

- Anand, Rahul, and Eswar Prasad, forthcoming, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets," National Bureau of Economic Research working paper.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: International Monetary Fund).
- Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?" Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, pp. 123–33.
- Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).
- Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp. 47–68.