

Преодоление неустойчивости

Как реформы денежно-кредитной политики помогли пяти ведущим латиноамериканским странам справиться с периодическими кризисами и добиться экономической стабильности



Хорхе Иван Каналес-Крильенко, Луис И. Хакоме, Али Аличичи и Иван Луис Оливейра Лима

ДВАДЦАТЬ с лишним лет тому назад большая часть Латинской Америки столкнулась с проблемами финансовой нестабильности, валютных кризисов и даже гиперинфляции. Эти болезненные явления приобрели периодический характер, оказывая крайне неблагоприятное социально-экономическое воздействие, — производство переживало спад, многие люди теряли работу, а то и сбережения всей жизни. Это вызывало сильное общественное недовольство.

Однако сегодня дела обстоят совсем иначе — особенно в пяти крупнейших латиноамериканских странах, на долю которых приходится около 80 процентов валового внутреннего продукта региона. Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу и Чили — то, что мы называем «латиноамериканской пятеркой» (ЛА5), — показали пример того, как регион, переживший глобальный финансовый кризис, смог стать одним из самых сильных формирующихся рынков. Как же им удалось добиться такой радикальной перемены, которую 20 лет назад большинство посчитали бы недостижимой?

Хотя свою роль здесь сыграло множество факторов, включая некоторую долю везения, двумя решающими факторами стали институциональные реформы центральных банков и изменение основ денежно-кредитной политики. Эти масштабные реформы не были делом одного дня и оказались эффективными главным образом потому, что в течение более чем десяти лет страны ЛА5 проводили ответственную налогово-бюджетную и финансовую политику, удерживая под контролем уязвимость к неблагоприятным изменениям. Вместе взятые, эти меры политики усилили способность центральных банков поддерживать стабильность цен и формировать доверие, что, в свою очередь, повысило их способность управлять инфляционными ожиданиями населения и бизнеса. Укрепление роли центрального банка произошло не только благодаря четкому мандату на борьбу с инфляцией, но и благодаря повышению независимости и подотчетности центрального банка, проведению более эффективной политики, а также усилению информационной работы и прозрачности. Совершенствование мер политики помогло этим странам отгородиться от наиболее тяжелых последствий глобального финансового и экономического кризиса (см. статью «Обеспечение преобразований в Латинской Америке» в этом выпуске *Ф&Р*).

Повышение независимости и подотчетности

В большинстве случаев новые законы наделили центральные банки стран ЛА5 первичным мандатом на поддержание стабильности цен. Центральные банки получили широкую независимость, с тем чтобы они могли исполнять свой мандат и противостоять давлению со стороны политических сил и заинтересованных групп. Важной вехой при осуществлении реформ

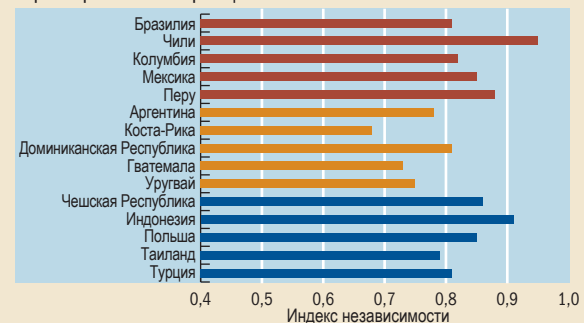
в большинстве стран стало устранение зависимости между решениями в области денежно-кредитной политики и политическим циклом за счет установления сроков полномочий членов совета центрального банка, превышающих — или перекрывающих — срок президентских полномочий. Среди прочих важнейших правовых норм было наделение центральных банков полномочиями на управление ставкой интервенции и запрет или ограничение прямого кредитования правительства. В обмен на предоставление центральным банкам высокой степени независимости законодательство усилило подотчетность центральных банков перед рынками и обществом в целом, обязав их раскрывать и разъяснять свои меры политики, цели и результаты посредством регулярных официальных сообщений.

На сегодняшний день центральные банки ЛА5 являются одними из наиболее независимых центральных банков Латинской Америки и показывают несколько лучшие результаты, чем многие другие ведущие центральные банки стран с формирующимся рынком (см. рис. 1). Но это не означает, что больше нечего менять. Например, Бразилия могла бы закрепить независимость центрального банка законодательно, хотя на практике центральный банк имел фактическую независимость все последние 16 лет. Центральные банки Колумбии и Перу могли бы

Рисунок 1

Господство независимости

Центральные банки ЛА5 являются одними из самых независимых в Латинской Америке и выигрывают в сравнении с центральными банками прочих стран с формирующимся рынком, которые также применяют таргетирование инфляции.



Источник: Canales-Krijlenko et al. (2010).

Примечание. Индекс независимости оценивает независимость центрального банка от политического процесса с использованием многих критериев, включая законодательный мандат, то, как он формулирует политику, кредитует ли он правительство, а также его подотчетность перед обществом. Значение индекса варьирует в пределах от нуля до 1, при этом ноль указывает на наименьшую независимость, а 1 — на наибольшую. Прочие латиноамериканские страны включают в себя Аргентину, Гватемалу, Доминиканскую Республику, Коста-Рику и Уругвай. Прочие страны с формирующимся рынком включают в себя Индонезию, Польшу, Таиланд, Турцию и Чешскую Республику.

еще больше обособить избрание членов совета центрального банка от политического цикла, а Мексика и Чили могли бы обязать правительства поддерживать достаточные уровни капитала центрального банка.

Совершенствование политики

Получив четкий мандат на поддержание стабильности цен, центральные банки ЛА5 приняли в качестве основы своей денежно-кредитной политики таргетирование инфляции — установление определенного уровня инфляции потребительских цен в качестве первичной цели. Новый режим политики обуздал инфляционные ожидания и повысил гибкость денежно-кредитной политики, в том числе в отношении валютных курсов. Для того чтобы более эффективно исполнять свой мандат, центральные банки ЛА5 пересмотрели свои методы работы. Все они в конечном итоге выбрали в качестве операционного целевого показателя краткосрочную процентную ставку («ставка интервенции») для достижения целевого уровня инфляции. Центральные банки используют ставку интервенции для подачи сигналов об изменении курса денежно-кредитной политики, повышая ставку интервенции при усилении инфляционного давления и понижая ее при ослаблении этого давления. Центральные банки ЛА5 также расширили и оптимизировали инструментарий, используемый ими для проведения операций на открытом рынке, что позволило им удерживать спрос на внутреннюю ликвидность и ее предложение в состоянии равновесия, а рыночные ставки — на уровне, близком к ставке интервенции. Это потребовало совершенствования их способности прогнозировать основные факторы, влияющие на внутреннюю ликвидность, такие как спрос на валюту и государственные денежные потоки.

Освоение резервов

В период благоприятных внешних финансовых условий и высоких экспортных цен центральные банки ЛА5 накопили значительные международные резервы.

При ухудшении внешних условий центральные банки ЛА5 использовали эти резервы для сглаживания понижения курсов национальных валют. Бразилия и Мексика продали почти 10 процентов своих международных резервов, но все же пережили крупнейшую девальвацию валюты — почти на 30 процентов — в период с августа 2008 года по февраль 2009 года. Центральный банк Перу за пару месяцев израсходовал около 20 процентов своих международных резервов, позволив своей валюте упасть всего на 11 процентов.

Чили и Колумбия, напротив, допустили более значительную девальвацию своих валют, чем Перу, и продали меньший запас международных резервов. Тем не менее, они приостановили программу пополнения своих резервов. Кроме того, некоторые центральные банки ЛА5 заручились внешней поддержкой в дополнение к своим резервам, с тем чтобы обрести дополнительный душевный покой, учитывая неопределенный масштаб глобального финансового кризиса. Колумбия и Мексика получили доступ к новому механизму финансирования МВФ — так называемой гибкой кредитной линии, — предназначенному для стран с сильной политикой и прочными институциональными основами, который позволил бы им занять средства у МВФ в случае необходимости. Бразилия и Мексика также имели возможность обменять у Федеральной резервной системы США свою национальную валюту на сумму до 30 млрд. долларов США.

Центральные банки ЛА5 также применяли и другие методы для повышения доступности иностранной валюты в экономике своих стран, в том числе прибегая к валютным свопам (Бразилия и Чили).

Повышение прозрачности

Этим инновационным реформам и мерам политики способствовало усиление информационной работы и повышение прозрачности. Они сыграли решающую роль в повышении эффективности денежно-кредитной политики и доверия к ней. Со временем центральные банки ЛА5 научились разъяснять стратегию своей политики и отдельные решения в области политики. Уже около десяти лет центральные банки ЛА5 готовят и публикуют отчеты по инфляции или денежно-кредитной политике три-четыре раза в год. Они определяют уровень интервенции на предварительно объявленных заседаниях и информируют об основаниях для принятия ими тех или иных решений об изменении процентной ставки и иных решений о мерах политики; некоторые публикуют протоколы заседаний своих советов. Центральные банки ЛА5 также поддерживают постоянную связь с рынком и по мере необходимости выпускают пресс-релизы. Они также предоставляют информацию о восприятии рынком основных макроэкономических переменных, в частности, об ожиданиях в отношении инфляции и экономической активности, а также их собственные прогнозы. Доступность широкого набора данных способствует формированию общественного доверия, поскольку участники рынка могут убедиться, понеся при этом относительно низкие затраты, что органы денежно-кредитной политики действуют сообразно заявленным ими целям.

Помимо комплексных реформ денежно-кредитной политики, произошли значительные улучшения в области налогово-бюджетной политики, а также в сфере банковского надзора и регулирования. Воспользовавшись скачком цен на сырьевые товары и благоприятной конъюнктурой глобального финансового рынка в 2003–2007 годах, страны ЛА5 смогли сформировать бюджетные и внешние буферные резервы — за счет сокращения риска, связанного с бременем государственного долга, и увеличения международных резервов — для смягчения воздействия возможных внешних экономических шоков. Одновременно с этим страны усилили меры регулирования и надзора, для того чтобы избежать масштабных операций по оказанию экстренной помощи несостоятельным учреждениям. Эти изменения способствовали сокращению экономической и финансовой уязвимости в странах ЛА5 и помогли центральным банкам проводить вызывающую неизменное доверие и гибкую денежно-кредитную политику.

Проверка в полевых условиях

Затем один за другим последовали два важных события, оказавших воздействие на весь мир. В 2007 году стали стремительно расти цены на продовольственные товары и нефть, а в сентябре 2008 года, вслед за крахом американской инвестиционной компании «Леман Бразерс», разразился глобальный финансовый кризис.

Высокие цены на сырьевые товары вкупе с давлением со стороны спроса в некоторых странах привели к тому, что инфляция оказалась выше целевых уровней. Для того чтобы ограничить распространение этого эффекта на базовую инфляцию (из индекса которой исключаются цены на энергоносители и продовольственные товары), центральные банки ужесточили денежно-кредитную политику путем повышения процентных ставок, которые к середине 2008 года достигли пиковых значений. Притоки капитала и благоприятные условия торговли способствовали повышению курсов национальных валют, что помогло умерить инфляционное давление, сдерживая стоимость импорта. Официальные валютные интервенции и накопление резервов в разных странах ЛА5 различались.

Напротив, мировой финансовый кризис вызвал резкое увеличение неприятия риска, что привело к внезапной остановке внутренних и иностранных инвестиций. Мировая торговля также резко сократилась, за этим последовал общемировой экономический спад, что сократило инфляционное давление. В прошлом подобные внезапные остановки, связанные с глобальной

рецессией и «сбрасыванием» инвестиций в долговые обязательства, подогревали рост курса национальной валюты и вызвали банковские кризисы в Латинской Америке. В этот раз новые методы денежно-кредитной политики — наряду с более сильными общими экономическими условиями и более эффективными мерами налогово-бюджетной политики — позволили центральным банкам ЛА5 сохранить стабильность и справиться с сопутствующими значительными колебаниями реальных обменных курсов.

Благодаря доверию к мерам денежно-кредитной политики инфляционные ожидания не превысили целевых уровней, и это означало, что страны ЛА5 могли допустить снижение, в той или иной степени, номинального обменного курса, во многом решив задачу преодоления последствий глобального кризиса без особого беспокойства по поводу инфляционных эффектов. Но они не отдали обменные курсы целиком на откуп рынку. Они поддерживали торговые позиции и не позволяли рынкам чересчур увлекаться, учитывая значительную неопределенность на мировых финансовых рынках. Центральные банки ЛА5 продали на валютном рынке значительные объемы накопленных ими международных резервов и поменяли ранее принятые меры на противоположные для абсорбции валютной ликвидности (см. вставку).

Несмотря на резкое понижение обменных курсов, вызвавшее рост импортных цен, население ожидало, что инфляция останется на низком уровне. В частности, как показали результаты опросов, инфляционные ожидания на 12 месяцев удерживались в целевых коридорах большую часть кризисного периода — даже когда фактическая инфляция вышла за пределы целевого диапазона (см. рис. 2). Это свидетельствует о том, что репутация центральных банков заставила рынки делать различие между циклической краткосрочной инфляцией и долгосрочными тенденциями.

Смягчение последствий рецессии

В начале 2009 года, когда глобальный финансовый кризис перерос в глобальную рецессию, центральные банки ЛА5 начали снижать ставки интервенции, чтобы помочь восстановлению экономики. Скорость либерализации денежно-кредитной политики различалась в зависимости от инфляционных прогнозов и того, в какой фазе экономического цикла находилась каждая из стран. Поскольку перед крахом компании «Лиман Бразерс» ставки интервенции находились на высоком уровне, большинство центральных банков ЛА5 смогли значительно их снизить, в отличие от развитых стран, где применяемые центральными банками ставки интервенции и так были близки к нулю. Подобно своим коллегам в развитых странах, центральные банки ЛА5 использовали различные меры для ослабления дефицита денег в экономике своих стран, такие как облегчение доступа к кредитным ресурсам центрального банка в целях пополнения ликвидности и сокращение норм резервирования. С другой стороны, если принять во внимание запаздывающее воздействие денежно-кредитной политики, высокие внутренние процентные ставки перед (абсолютно неожиданным) глобальным кризисом могли усугубить экономический спад в этих странах.

Информационная работа сыграла здесь решающую роль. Центральные банки разъясняли рынкам свои решения о мерах политики и цели. Они подчеркивали, что перспективы низкой инфляции и экономического спада оправдывали необычайно резкое сокращение ставок интервенции. Они указывали на то, что для сохранения нормальной ситуации с ликвидностью — что подразумевало финансовую стабильность — требовалась экспансионистская денежно-кредитная политика. Тем не менее, при разъяснении своих решений, направленных на либерализацию денежно-кредитной политики и обеспечение нормального функционирования финансового рынка, центральные банки ЛА5 четко давали понять, что в случае возникновения инфляционного давления они ужесточат денежно-кредитную политику, что и произошло в Бразилии, Чили и Перу.

Рисунок 2

Уверенность в выполнении целевых показателей инфляции

Инфляционные ожидания предприятий и потребителей оставались в пределах или около целевых диапазонов, установленных центральными банками ЛА5, даже когда рост цен на сырьевые товары вызвал скачок инфляции потребительских цен в 2007–2008 годах.



И все же, несмотря на успехи последних лет, не время успокаиваться на достигнутом. Эти страны уже сталкиваются с новой проблемой. Благополучно, в отличие от развитых стран, оправившись от глобального кризиса, эти страны снова стали «любимчиками» иностранных инвесторов. То, как страны ЛА5 справятся с этим новым наплывом капитала, станет для них еще одной проверкой эффективности осуществляемого ими управления рисками для финансовой и экономической стабильности. ■

Хорхе Иван Каналес-Крильенко — старший экономист Департамента стран Африки МВФ; Луис И. Хакоме — заместитель начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ; Али Аличи — экономист Департамента стран Азиатско-Тихоокеанского региона; а Иван Луис де Оливейра Лима — советник по вопросам технической помощи Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Статья основана на рабочем документе МВФ 10/292 «Преодоление глобального шторма: преимущества реформы денежно-кредитной политики в странах ЛА5», авторы: Хорхе Иван Каналес-Крильенко, Луис И. Хакоме, Али Аличи и Иван Луис де Оливейра Лима, опубликованном в декабре 2010 года.