

К. Н. Корищенко

канд. экон. наук, заместитель председателя Банка России (Москва)

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ВЫБОРА ЦЕЛЕВОГО ПОКАЗАТЕЛЯ РЕЖИМА ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

В течение последнего десятилетия одной из определяющих тенденций развития концепции целеполагания в сфере денежно-кредитного регулирования стало широкое распространение нового режима, получившего название «инфляционное таргетирование» и рассматривающего достижение определенного значения показателя инфляции в качестве конечной цели денежно-кредитной политики (Loayza, Soto, 2003). Ключевой особенностью ставшего ныне самым популярным режима денежно-кредитной политики являются его концептуальные характеристики, которые, по заключению Стерна — Агенора (Sterne, Agenor, 2002), позволяют считать его «*общей структурой*», а не единым «политическим правилом», требующим спецификации не только цели, но и порядка ее достижения (Bernanke, Mishkin, 1997). Фундаментальной характеристикой режима инфляционного таргетирования является полная свобода в выборе инструментов и проведении денежно-кредитных операций в сочетании с жестко регламентированной процедурой целеполагания и ответственности перед обществом. Столь уникальные особенности этого режима позволили преодолеть многолетний диспут монетарных экономистов о «правилах» и «дискреции» в проведении денежно-кредитной политики и сформировать более «сбалансированный» взгляд на процесс формирования политических основ и их реализацию.

В представлении Свенссона (Svensson, 1997) инфляционное таргетирование выступает вариантом операционной дискреции в сочетании с целевым правилом принятия решений. Это дает возможность данному подходу вобрать в себя достоинства дискреционного режима, при котором центральный банк обладает максимальной гибкостью, состоящей в автономном выборе инструментов регулирования и процедуры их применения, и режима «связанных рук», позволяющего ему значительно снизить внешнюю неопределенность в предпринимаемых им действиях и, как отмечает Халдан (Haldane, 1996), значительно повысить их информационную эффективность.

К настоящему времени концептуальная основа режима инфляционного таргетирования, фундаментальные положения которой были сформулированы разработчиком новой платформы денежно-кредитной политики — Новой Зеландией (Dowd, Simon, 1994) в 1996 г.¹, сформировала несколько его разновидностей

¹ Режим инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики был введен в Новой Зеландии в конце 1980-х гг., и уже в начале 1990-х гг. вошел в практику денежно-кредитного регулирования Канады, Великобритании, Швеции и других развитых стран. Во второй половине 1990-х гг. режим инфляционного таргетирования получил распространение в целом ряде развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Более подробно см.: (Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen, 1999).

(Carare, Stone, 2003), осложняющих однозначно его идентифицирующую формулировку (Sterne, Agenor, 2002). Наряду с классическим образцом реализации таргетирующего инфляцию режима, представленного, например, в Великобритании и именуемого «полномасштабным инфляционным таргетированием» (*full-fledged inflation targeting*), ныне получили распространение режимы эклектического (*eclectic inflation targeting*) и легкого (*inflation targeting lite*) инфляционного таргетирования (Stone, 2002), при которых эксплицитная формулировка инфляционных целей либо дополняется иными целевыми обязательствами центрального банка, либо полностью отсутствует¹.

Наличие нескольких вариантов инфляционного таргетирования, а также реализация в ряде стран его переходных форм привели к определенному рассогласованию позиций монетарных экономистов в отношении формального определения нового режима. Как справедливо отмечают Махадева — Стерн (Mahadeva, Sterne, 2000), корректная формулировка обсуждаемой концепции осложнена тем обстоятельством, что большинство стран, не являющихся де юре проводниками инфляционного таргетирования, в своих аналитических отчетах приводят *целевые показатели инфляции*, поэтому непосредственная классификация режимов денежно-кредитной политики и выделение признаков режима инфляционного таргетирования затруднительны. Наблюдаемая тенденция конвергенции режимов денежно-кредитной политики в части спецификации целевых показателей регулирования свидетельствует о достижении определенного консенсуса в отношении пагубных последствий инфляции, не компенсируемых благоприятными тенденциями в динамике реальных показателей², который положил начало периоду структурного и институционального перелома в эволюции национальных режимов денежно-кредитной политики, в результате которого в большинстве развитых и некоторых развивающихся странах значительно усилилась роль инфляционных показателей при формулировке ее цели и выборе ключевых инструментов регулирования.

Несмотря на достижение единой позиции по вопросу формулировки целей денежно-кредитной политики и общее заключение о центральной роли поддержания приемлемых темпов повышения уровня цен, проблема формирования *целевого* показателя инфляции не нашла окончательного и общепризнанного решения до сих пор. На протяжении уже более 25 лет предпринимаются многочисленные попытки разработать индекс цен, не только совместимый с режимом инфляционного таргетирования (такая постановка возникла только в начале 1990-х гг.), но и позволяющий использовать его в качестве индикативного показателя любого другого режима денежно-кредитной политики, однако в практике большинства денежно-кредитных регуляторов таким показателем традиционно и неприкосновенно выступает индекс потребительских цен.

Концептуальное противоречие, возникающее в условиях использования индекса потребительских цен в качестве таргетируемого показателя инфляции, заключается в отсутствии у центрального банка возможности *прямого* управления им, как это происходит, например, при реализации режима курсового таргетирования. В последнем случае проводимая денежно-кредитным органом интервенционная политика предполагает непосредственное участие центрального банка в процессе формирования спроса и предложения на валютном рынке, что делает возможным достижение высокой степени контроля за уровнем валютного курса.

¹ Помимо таргетирующих режимов, выделяется класс режимов денежно-кредитной политики без эксплицитных целей, в том числе кризисный режим. Более подробно см.: (Cottarelli, Giannini, 1997; Mishkin, 1999).

² Классической работой, посвященной рассмотрению реальных эффектов и издержек инфляции, является работа Фишера — Модильяни: (Fisher, Modigliani, 1978).

Структурно-институциональная организация товарного рынка и поведенческие характеристики его субъектов не позволяют распространить аналогичный порядок регулирования на сферу товарного обращения. Хотя и в этой области рыночных отношений центральный банк выступает на стороне предложения (или спроса) денег, реакция равновесных рыночных параметров на предпринимаемые им действия не является столь однозначной и предсказуемой, как на финансовых рынках¹. Процесс «проникновения» денежных импульсов в потребительские цены охватывает целую последовательность взаимосвязей между параметрами денежного, финансового и реального секторов экономики, которая именуется *механизмом денежной трансмиссии*. Специфика проведения операций центрального банка и его место в данном механизме определяются особенностями операционной структуры денежно-кредитной политики, к числу которых относится возможность его участия только в операциях на финансовых рынках и отсутствие инструментов прямого воздействия на потребительские цены. В этом отношении можно считать, что орган денежно-кредитного регулирования находится в самом начале продолжительного трансмиссионного пути — на стыке денежного и финансового рынков, а потому завершающая и определяющая инфляцию стадия механизма денежной трансмиссии — взаимодействие финансового и реального секторов экономики — функционирует без его непосредственного участия и, соответственно, оказывается *вне его прямого контроля*.

Косвенный способ управления инфляционным процессом, свойственный органу денежно-кредитного регулирования, дополняется наличием большого числа факторов ценовой динамики, являющихся «неденежными» по своей природе (не связанных с изменением денежного предложения), а следовательно, формирующих цепочку последовательных экономических взаимосвязей, которая реализуется параллельно денежной трансмиссии и имеет итогом определенное воздействие на цены. Теоретическую основу подобной неденежной механики инфляции составляет концепция *mark-up* Дуйзенберри (Duesenberry, 1950), которая в отличие от монетарной теории инфляции Фридмана — Шварца (Friedman, Schwartz, 1963) связывает долгосрочную динамику уровня цен с изменением общих удельных издержек (*total unit costs, TUC*). В спецификации Де Бруйера—Эриксона (De Brouwer, Ericsson, 1998) к основным составляющим индекса цен, определяющим его долгосрочный уровень, относятся индекс удельных трудовых издержек (*unit labor cost, ULC*), индекс цен на платные услуги (включая электроэнергию) (*paid services index, PSI*) и индекс цен импортных факторов производства (*import input index, IPI*). Каждый из упомянутых индексов имеет определенный уровень влияния на индекс цен, именуемый факторной эластичностью, которая зависит от глубины рассматриваемого временного лага и может изменяться во времени.

Помимо выделения неденежных факторов формирования индекса цен, значимый вклад в понимание инфляционного процесса может принести анализ эмпирического обнаружения каузальной взаимосвязи цен сырьевых и конечных товаров, которая называется *механизмом ценовой трансмиссии*². Начало его изучению было положено в 1978 г., когда Бюро статистики труда США ввело систему поэтапной индексации цен производителей *SOP (stage of processing)*, в соответствии с которой все товары были разделены на три непересекающиеся категории — сырьевые, промежуточные и конечные товары, каждая последующая из которых использует предыдущую в качестве ресурса собственного производства.

¹ Здесь стоит отметить некую общность повышенной степени контроля за равновесными ценовыми параметрами, свойственную финансовым рынкам. Именно по этой причине в качестве операционных и (или) промежуточных целей денежно-кредитной политики часто выступает процентная ставка и (или) валютный курс. Более подробно: (Woodward, 1988; Griffiths, Wood, 1981).

² В литературе используется также термин *механизм инфляционной трансмиссии*. См., например: (Lee, Scott, 1999).

Для получения целостной картины производственных этапов развития инфляционного процесса выделенные категории следует дополнить товарами, не участвующими в производственном процессе, а являющимися компонентами потребительской корзины.

Эффект переноса ценовых шоков, возникающих на уровне сырьевых составляющих агрегированного *PPI* и на первичных стадиях обработки товаров, в потребительскую инфляцию стал предметом большого числа исследований, общее заключение которых сводится к возможности рассмотрения индексов цен сырьевых товаров и товаров первичной стадии обработки в качестве опережающих индикаторов потребительской инфляции (Weinhagen, 2002). В частности, к числу опережающих индикаторов Бломберг — Харрис (Blomberg, Harris, 1995) отнесли целое семейство индексов, включая ценовой индекс национальной ассоциации торговых менеджеров, индекс «Journal of Commerce», а также широко известный индекс *CRB*, который рассматривался также в качестве причинной переменной в модели инфляции Фурлонга — Ингенито (Furlong, Ingenito, 1996). Включение индексов *PPI SOP* в векторную авторегрессионную модель прогноза потребительской инфляции, описанное, например, в работе Кларка (Clark, 1995), подтверждает общие выводы, однако указывает на нестабильность выявленных зависимостей во времени.

Проблема прогноза и управления потребительской инфляцией со стороны центрального банка усиливается не только самим наличием сложного и плохо прогнозируемого механизма ценовой трансмиссии, но также возможностью административного воздействия на ценовые параметры его начальной и конечной стадии. К их числу относятся меры по государственному регулированию цен на отдельные товары, тарифная и налоговая политика, которые реализуются за пределами денежного и финансового секторов экономики, а потому неподконтрольны центральному банку.

Можно, однако, задаться вопросом о том, а должен ли и может ли центральный банк посредством использования собственных рычагов управления, функционирующих в рамках механизма денежной трансмиссии, демпфировать неблагоприятные последствия, возникающие в рамках независимой от него части механизма ценовой трансмиссии. Как пишет Винн (Winne, 1999, p. 3—4), можно ожидать, что орган денежно-кредитного регулирования посредством проведения соответствующих операций сократит инфляционные издержки падения общего уровня производства, но нет оснований полагать, что аналогичные меры позволят нейтрализовать эффекты ценовых нефтяных шоков или изменений налоговых ставок. Монетарные последствия немонетарных явлений далеко не всегда могут быть скорректированы мерами монетарной политики, и, кроме того, не исключен риск возникновения неблагоприятных побочных эффектов предпринимаемых регуляторных усилий.

Комплексный анализ неденежных факторов инфляционного процесса с учетом специфики архитектуры и функционирования механизма денежной трансмиссии, указывающей на ограниченные возможности денежно-кредитной политики в поддержании низких и стабильных темпов инфляции, с исчерпывающей очевидностью формирует необходимость рассмотрения цен финансовых активов как самостоятельного источника развития проинфляционных тенденций и индикатора назревающих макроэкономических флуктуаций. Будучи частью механизма денежной трансмиссии, финансовый рынок, представленный в данном контексте прежде всего рынком ценных бумаг, сам образует автономный механизм воздействия на потребительскую инфляцию, теоретической основой которого выступают эффекты богатства (Sweeney, 1988) и стоимости капитала (Hayash, 2000).

В наиболее общем представлении механизм финансовой трансмиссии (Ehrman, Fratzscher, Rigobon, 2004) функционирует посредством нескольких каналов, действующих на стороне совокупного спроса и (или) предложения. Один

из возможных вариантов данного механизма описывается *теорией q Тобина* (Hayashi, 1982) (*Tobin's q theory*), согласно которой объем вложений фирм в реальные активы определяется отношением их стоимости к восстановительной стоимости используемого ими производственного капитала. Логика рассуждений и выводов теории сводится к тому, что при превышении данного отношения единицы для фирм оказывается выгодным аккумулярование средств с финансового рынка и их направление на покупку производственных активов. В силу диспаритета ценовых пропорций реальная отдача осуществляемых инвестиций оказывается выше среднего уровня отраслевой рентабельности, что позволяет фирмам получить ненулевой избыточный остаточный доход. Схожие последствия роста цен финансовых активов могут наблюдаться и в секторе домохозяйств, где действие так называемого *эффекта богатства домохозяйств* (Starr-McCluer, 1998) (*households wealth effect*) вызывает повышение стоимости их чистых активов, что способствует снижению вероятности финансовых затруднений и увеличению расходов на конечное потребление (Modigliani, 1971).

Возможности действия механизма финансовой трансмиссии, инфляционный эффект которых не является следствием реализуемых мер монетарной политики, на фоне возросшей за последние 30 лет волатильности (Eichengreen, Tong, 2003) и значимости финансовых рынков в обеспечении экономического роста (Duisenberg, 2001) поставили вопрос адекватной реакции денежно-кредитной политики на флуктуации цен финансовых активов в ряд первостепенных проблем¹ и высветили еще один возможный источник эндогенного характера денежно-кредитного регулирования. В наиболее радикальном варианте новый взгляд на процесс денежно-кредитного управления ставит под сомнение эффективность режима инфляционного таргетирования и требует пересмотра целевого показателя монетарной политики.

Основанием для возникновения альтернативных квазиконсенсусному взглядов на формирование целевых ориентиров денежно-кредитной политики выступили исторические прецеденты развития финансовых возмущений и макроэкономических дисбалансов в условиях благоприятной ценовой динамики и общей денежной стабильности. Окончание инфляционной фазы мировой экономической конъюнктуры, происшедшее чуть более четверти века назад, ознаменовало не только кардинальные сдвиги в формулировке целевых параметров денежно-кредитного регулирования, но и впоследствии отчетливо продемонстрировало возможность возникновения нехарактерных для нормального режима функционирования финансовых рынков возмущений и даже кризисных процессов. В качестве наиболее показательных примеров подобных явлений выступают финансовые потрясения в Латинской Америке в конце 1970-х гг., в Японии в 1980-х гг. и в Юго-Восточной Азии во второй половине 1990-х гг. С некоторой долей условности к этой же группе стран можно отнести и Россию, проводившую активную антидевальвационную политику с заявленной антиинфляционной направленностью вплоть до августа 1998 г., когда накопившиеся за пореформенное время макроэкономические перекосы (Semilutina, Burt, 2004) позволили с переменным успехом решить поставленные задачи по инфляции только ценой происшедшего впоследствии финансового кризиса (Golov, Matthews, 1999).

Дискуссии по вопросу включения цен финансовых активов в целевую функцию денежно-кредитного управления достигли кульминации в конце прошлого

¹ В 1998 г. Центр исследований экономической политики *CEPR* и Банк международных расчетов *BIS* провели конференцию на тему «Цены активов и денежно-кредитная политика» («Asset prices and monetary policy»). В последующие годы наблюдались значительный рост интереса к проблеме реакции денежно-кредитной политики на цены активов и появление большого числа исследований на эту тему. Более подробно: (Gertler, Goodfriend, Issing, Spaventa, 1998; The role of asset prices..., 1998).

столетия и продолжают вызывать научные споры и способствовать проведению активных прикладных исследований в этой области (Sellon, Buskas, 1999). Значительный вклад в развитие эмпирического анализа ключевых взаимосвязей финансовых и денежных процессов внесли работы Банка международных расчетов (The role of asset prices..., 1998), среди которых особое место занимает исследование Борио — Лов (Borio, Lowe, 2002). Говоря о параметрах финансовой стабильности и денежно-кредитного регулирования, авторы абсолютно справедливо расширяют круг возможных ценовых показателей монетарной политики, включив в состав активов не только финансовые инструменты, но и недвижимое имущество, поскольку в совокупном благосостоянии потребителей оно занимает основную долю, что дает основания ожидать от него максимального действия эффекта богатства¹.

Рассмотрение степени воздействия цен активов на механизм и эффективность денежно-кредитной политики потребовало формирования композитного индекса цен активов, первую версию² которого можно найти в работе Каллена (Callen, 1991), а подробное описание методологии его расчета было представлено в исследовании Борио — Кеннеди — Проуз (Borio, Kennedy, Prowse, 1994). Авторы продемонстрировали практическую полезность композитного индекса цен активов в решении проблем объяснения динамики совокупного спроса, прогноза инфляции и моделирования спроса на деньги.

Несмотря на наличие весомых теоретических аргументов, указывающих на существование тесной связи динамики цен активов и макропроцессов в реальном и денежном секторах экономики, имеющиеся стилизованные факты свидетельствуют о неоднозначной реакции объема совокупного производства и индекса потребительских цен на инфляцию цен активов. В частности, Борио — Лов в качестве наиболее отчетливо наблюдаемых соотношений приводят следующие (Borio, Lowe, 2002, p. 3—4):

1) в последние десятилетия обнаруживается тесная связь больших колебаний цен активов и последующих флуктуаций параметров финансового и реального секторов экономики, что особенно характерно для экономик США, Великобритании и Австралии начала 1990-х гг.;

2) существуют временные задержки в реакции параметров финансового и реального секторов экономики на цены активов, наиболее опережающий характер имеют цены акций, за которыми следуют цены на коммерческую и жилую недвижимость;

3) значительные взлеты и падения в траектории ценовой динамики активов наблюдаются на фоне низкой и стабильной инфляции;

4) значительный рост цен активов происходит в условиях существенного расширения объемов кредитования и денежной массы.

Проблема определения роли цен активов в проведении денежно-кредитной политики обусловлена отсутствием четкого механизма финансовой трансмиссии, в результате действия которого наблюдаемые тенденции на финансовых рынках имеют следствием определенные изменения в реальном секторе экономики. Вышеперечисленные стилизованные факты в совокупности дают основания считать, что условия денежной и финансовой стабильности взаимопересекаются, но не соответствуют полностью друг другу. Обеспечение денежной стабильности, т. е. поддержание низких и устойчивых темпов инфляции, не гарантирует финансовой стабильности (Goodhart, 1995), в то же время чрезмер-

¹ В соответствии с докладом Гринспена 2001 г. вопрос о влиянии цен недвижимости на механизм денежной трансмиссии выступал предметом отдельного исследования Федеральной резервной системы США.

² За прошедшие с момента разработки индекса годы в методологию его расчета были внесены изменения. Подробное описание этих изменений содержится в работе: (Arthur, 2005).

ные ценовые флуктуации на финансовых рынках не являются следствием наступления периода денежной нестабильности¹.

Столь дивергенционный характер происходящих денежных и финансовых инфляционных процессов, историческая ретроспектива которого описана в работе Бордо — Виллок (Bordo, Wheelock, 1998), имеет фундаментальные причины, наносящие удар по эффективности режима инфляционного таргетирования в целом и по потребительской инфляции как целевому показателю денежно-кредитной политики в частности. Первопричиной активизации и развития ценовых бумов на рынках активов служат сверхоптимистичные настроения экономических субъектов, предпосылкой которых выступает «затишье» в инфляционных процессах потребительского сектора, что вследствие действия эффекта Модильяни — Кона (Modigliani, Cohn, 1979) создает давление на цены активов и формирует благоприятную среду для повышения предложения товаров и услуг, играющего роль подпитки для возросшего вследствие экономического подъема совокупного спроса, и позволяет предотвратить развертывание эндогенной инфляционной динамики.

Однако с регуляторной точки зрения определяющим катализацию ценового роста на рынке активов фактором, соответствующим последнему из приведенных выше стилизованных фактов, является ослабление необходимости в ужесточении денежно-кредитной политики, ориентированной на таргетирование потребительской инфляции, которая в условиях повышенного уровня доверия к монетарным властям находится под воздействием инфляционных ожиданий, зафиксированных на уровне целевого ориентира по инфляции. Таким образом, эндогенность денежно-кредитной политики, направленной только на поддержание низкой инфляции, сама оказывается дестабилизирующим фактором, который перенаправляет «избыточный» спрос с рынка товаров и услуг на рынки активов, что проявляется в росте цен на них. В этой ситуации можно говорить о так называемом *парадоксе доверия*, при котором центральный банк, сталкиваясь с повышенным уровнем *морального риска*, привносит дополнительный элемент неустойчивости и повышает экспозицию экономики к системным рискам.

В связи с вышеизложенным возникает вопрос: а является ли режим инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики наилучшим способом достижения одновременно денежной и финансовой стабильности? Ответ на этот вопрос, судя по всему, требует более глубокого рассмотрения условий проведения и возможностей монетарной политики, однако с определенностью можно сформулировать несколько концептуальных утверждений, позволяющих пролить свет на вопрос выбора наиболее подходящего режима, целевых показателей и инструментов денежно-кредитного регулирования.

Прежде всего, преимущественное значение для построения эффективной структуры денежно-кредитного регулирования имеют последствия развития инфляционных процессов на рынках активов, которые при наступлении наихудшего сценария — финансового кризиса — имеют итогом полное или частичное разрушение механизма денежной трансмиссии, приводящее к недейственности инструментов центрального банка и его неспособности дальнейшего управления денежно-кредитной сферой экономики (Bordo, Jeanne, 2002). В этом отношении можно заключить, что эксплицитное игнорирование конъюнктуры рынков активов привносит дополнительные системные риски, а процикличность финансовой системы, выявленная, например, в работе (Borio, Furfine, Lowe, 2001), скорее указывает на необходимость повышения роли дискреционной составляющей не только по инструментам, но и по промежуточным целям, что

¹ Следует заметить, что хотя неблагоприятные тенденции в денежном секторе не являются непосредственным источником финансовой нестабильности, благодаря действию эффекта Фишера они вносят дополнительный вклад в развертывание кризисных процессов. Более подробно: (Selgin, 1997).

значительно осложняет режим инфляционного таргетирования и ставит необходимость проводить его более *гибко* (Cecchetti, Genberg, Wadhwan, 2002).

Однако вопрос о степени гибкости режима инфляционного таргетирования по существу представляет собой иную формулировку того же пресловутого вопроса о наиболее эффективном механизме реакции денежно-кредитной политики на флуктуации цен активов. Современные представления о структуре такого механизма варьируются в достаточно больших пределах, тем не менее в ряде работ приводится определенная систематизация подходов, один из вариантов которой был, в частности, представлен в лекции президента Европейского центрального банка Трише в июне 2005 г. в Сингапуре (Trichet, 2005). С точки зрения проблемы выбора целевого показателя денежно-кредитной политики интерес представляют две крайние позиции, которые ныне соответствуют так называемым ортодоксальному и гетеродоксальному взглядам.

Ортодоксальный подход к выбору показателя целевой инфляции

В наиболее сильной версии ортодоксальный подход основан на гипотезе, согласно которой денежная стабильность является достаточным условием финансовой стабильности. В таком представлении консервативный взгляд на денежно-кредитную политику описан в работе (Bordo, Dueker, Wheelock, 2000), которые утверждают, что *«монетарный режим, при котором имеет место денежная стабильность, обеспечивает среди прочего достижение финансовой стабильности»*. Хотя в последнее время предложены теоретические доводы, указывающие на справедливость такого подхода, его базовая гипотеза в большинстве случаев не находит эмпирического подтверждения (Calvo, Vegh, 1999).

Более популярной среди представителей центральных банков концепцией отклика денежно-кредитной политики на флуктуации цен активов является слабая ортодоксальная версия, предполагающая формирование степени регуляторной эндогенности, соответствующей величине воздействия ценового роста рынка активов на потребительскую инфляцию в рамках классического механизма финансовой трансмиссии. Последнее условие представляется в данном подходе особенно важным, поскольку изначально не рассматриваются возможные последствия последующего резкого падения цен активов и его пагубного воздействия на общую макроэкономическую ситуацию (Goodfriend, 2000). Такая политика «разгребания руин» финансовых потрясений была анонсирована председателем ФРС США А. Гринспеном (Greenspan, 2002) на симпозиуме в 2002 г., где он недвусмысленно заявил о том, что *«любые надежды на предотвращение развития ценовых бумов посредством заблаговременного ужесточения денежно-кредитной политики являются заведомо иллюзорными»*¹.

Ортодоксальный подход к рассмотрению ответной реакции центрального банка на ценовую динамику рынка активов служит, с одной стороны, стратегической основой режима инфляционного таргетирования, с другой — концептуальным обоснованием выбора потребительской инфляции в качестве целевого показателя денежно-кредитной политики. В своей работе (Bernanke, Gertler, 1999), резюмируя действия таргетирующей инфляцию центрального банка, приходят к выводу, что *«заблаговременная реакция на ценовые флуктуации рынка активов целесообразна только в случае их влияния на траекторию прогнозируемой потребительской инфляции»* (Bernanke, Gertler, 2001, p. 253—257).

Несмотря на повышенную практическую направленность предложений сторонников ортодоксального подхода, необходимо принимать во внимание чрезвычайно низкую степень эффективности механизма финансовой трансмиссии

¹ В ряде работ посредством моделирования макроэкономической динамики в условиях альтернативных режимов денежно-кредитной политики такая точка зрения была обоснована теоретически. См., например: (Hu, 2003).

даже в странах, имеющих рыночно-ориентированные финансовые системы, в которых рынок ценных бумаг играет ключевую роль. Общим заключением чрезвычайно обширного блока эмпирических исследований (Ludvigson, Steindel, Lettau, 2002), посвященных оценке уровня воздействия цен активов на совокупный спрос, является вывод о небольшой и асимметричной величине предельной склонности к потреблению по активам, представленным акциями и недвижимым имуществом. В частности, Грамлич (Gramlich, 2001) обнаружил, что эффект богатства, оцениваемый по уровню показателя MPC, не превышает в среднем 5%¹, причем для акций его уровень существенно ниже, а количественные оценки эффекта стоимости капитала вообще не позволяют говорить о его наличии.

Такое положение в контексте практического приложения ортодоксального подхода указывает на то, что центральному банку по сути вообще не требуется обращать внимание на динамику цен активов, а следует концентрироваться исключительно на достижении целевого показателя потребительской инфляции, поскольку слабость механизма финансовой трансмиссии гарантирует, что любые отклонения от него не могут быть обусловлены аномальной ценовой динамикой рынка активов.

Гетеродоксальный подход к выбору показателя целевой инфляции

Принципиально иную концепцию целеполагания и выбора индикаторов денежно-кредитной политики предлагают представители так называемого *гетеродоксального подхода*, в соответствии с которым управление ценовой динамикой рынка активов представляет собой самостоятельную задачу центрального банка, непосредственно не связанную с достижением целевого показателя потребительской инфляции или обобщающую ее до варианта таргетирования более широкого инфляционного ориентира. Главным аргументом гетеродоксов выступает утверждение о том, что аномальная флуктуация цен активов имеет следствием развитие неблагоприятных макроэкономических процессов, сопровождающихся значительными издержками для экономики в целом, которые в конечном счете могут найти отражение в отклонении инфляции от целевого уровня, однако учесть это заблаговременно в рамках режима инфляционного таргетирования, как правило, невозможно, что требует перехода к его более превентивной версии (Cecchetti, Genberg, Wadhvani, 2002).

Принцип *«движения против ветра»*, лежащий в основе слабой версии гетеродоксального подхода, предполагает ужесточение денежно-кредитной политики центральным банком в преддверии ожидаемого потенциально опасного роста цен активов даже при условии отсутствия необходимости в этой мере, подтверждаемого соответствием прогнозного и целевого уровней инфляции. Оптимальность такого варианта денежно-кредитной политики была теоретически обоснована в работе (Cecchetti, Genberg, Lipsky, Wadhvani, 2000), которые показали, что «центральный банк, целью деятельности которого является не только достижение цели по инфляции на заданном временном горизонте, но и обеспечение максимально гладкой траектории ее движения, должен проводить корректировку политических инструментов не только в ответ на отклонения выпуска и инфляции от целевого уровня, но и на флуктуации цен активов». По итогам проведенного исследования было выявлено, что подобный вариант политического отклика на ценовую динамику рынка активов способствует снижению не только волатильности макроэкономических переменных, но и вероятности наступления финансовых стрессов и кризисных ситуаций, снижая риск формирования нехарактерных для экономики инвестиционных циклов.

¹ В ряде работ выявлено, что величина эффекта богатства не только незначительна, но и снизилась за последние 30 лет. Более подробно: (Kuttner, Mosser, 2002).

Превентивные рестриктивные меры центрального банка, заложенные в программе действий гетеродоксального подхода, схожи в каком-то смысле со страхованием возможных в будущем системных рисков, в котором в качестве страховой премии выступают будущие потери, обусловленные снижением реального дохода и инфляции ниже целевого уровня. Превентивная природа отклика на динамику цен активов, предотвращающая развитие неблагоприятных макроэкономических процессов, характерна в настоящее время для многих, в том числе таргетирующих инфляцию центральных банков. Очень показателен в этом отношении пресс-релиз Резервного банка Новой Зеландии, в котором говорится, что «Резервный банк Новой Зеландии готов скорректировать денежно-кредитную политику для сокращения чрезмерного роста цен активов, тогда как при обычных обстоятельствах он нацелен на поддержание ценовой стабильности».

Интересно отметить, что даже те центральные банки, представители которых открыто заявляют о приверженности ортодоксальному представлению в проведении денежно-кредитной политики, фактически следуют принципам гетеродоксального подхода. Так, в некоторых исследованиях выявлено, что ужесточение денежно-кредитной политики в США в 1999—2000 гг. носило исключительно превентивный характер, поскольку на тот момент никаких признаков инфляции не наблюдалось, в то время как цены рынка активов стремительно росли. Аналогичную позицию, по словам его президента, занимает Европейский центральный банк, двухуровневая политическая стратегия которого основана не только на прогнозе и управлении инфляцией, но и на комплексном анализе системных рисков, угрожающих долгосрочной макроэкономической стабильности. В этом отношении режим денежно-кредитной политики ЕЦБ с некоторой долей условности, не поддерживаемой Трише, представляет собой долгосрочное инфляционное таргетирование, но не предполагает эксплицитное формирование долгосрочных прогнозов инфляции, а, напротив, направлен на оценку будущих макроэкономических условий и рисков, угрожающих следованию целевой траектории инфляции¹.

По причине появления новой задачи денежно-кредитной политики в виде своевременного предотвращения неблагоприятных ценовых процессов, возникающих на рынках активов, при реализации гетеродоксального подхода выбор потребительской инфляции в качестве целевого показателя управления не является безусловным, а становится первичным элементом общей схемы приоритизации целевых параметров денежно-кредитной политики. Речь идет об использовании показателя ценовой динамики рынка активов как индикатора изменения общей рыночной ситуации и возможного наступления неблагоприятных конъюнктурных шоков. Одним из примеров такого индикатора выступает индекс финансовых условий (*financial condition index, FCI*), разработанный Гудхартом — Хофманном (Goodhard, Hofmann, 2001) в 2001 г. и представляющий собой дальнейшее развитие широкоизвестного индекса денежных условий (*monetary condition index, MCI*), впервые предложенного Банком Канады (Freedman, 1995).

Основной результат, полученный Гудхартом — Хофманном при построении индекса финансовых условий, состоит в том, что последний может рассматриваться в качестве объясняющей переменной будущих изменений реального выпуска и потребительской инфляции. Итоги расчетов, проведенных на основе данных по странам «большой семерки», использованных авторами для проверки двух базовых моделей формирования *FCI*, показали, с одной стороны, повышенную значимость цен недвижимости как опережающего индикатора макроэкономических флуктуаций, с другой — высокую прогностическую способность цен активов для выявления будущей траектории инфляции, что сами авторы связали с их предусмотрительной природой (*forward-looking nature*).

¹ В ряде работ доказано, что последние два варианта денежно-кредитного регулирования эквивалентны. См., например: (Bean, 2003).

Возможность определения будущей траектории потребительской инфляции посредством анализа текущей динамики цен активов стала расцениваться некоторыми исследователями в последние годы чрезвычайно широко, что нашло отражение в появлении более радикального течения в теории целеполагания денежно-кредитной политики, представляющего гетеродоксальный подход в его сильной версии.

Классической работой, положившей начало новому направлению теории таргетирования, в котором центральным элементом является не потребительская инфляция в какой бы то ни было форме, а цены активов, стало исследование Алчиана — Клейна (Alchian, Klein, 1973), которое воскресило давно забытые идеи Фишера (Fisher, 1911) о необходимости расширения ценовой метрики в целях установления «правильной» цены золота. Общая идея Алчиана — Клейна заключается в том, что сужение спектра ценоформирующих элементов до потребительской корзины представляет собой заведомое искажение инфляционного индекса, приводящее к смещению оценки изменения покупательной способности денег. Теоретическое обоснование такому заключению можно найти, обратившись к модели экономики Эрроу — Дебре, в которой финансовые активы можно рассматривать как права на будущие доходы, а соответственно, в силу их тесной связи с будущими потребительскими расходами повышательные тенденции в ценах финансовых активов могут указывать на возможный в будущем рост потребительских цен.

Хотя подобное представление о ценовой картине экономики и покупательной способности денег имеет немало возражений, основанных прежде всего на капитальной природе активов (*stock concept*), контрастирующей с потоковым характером товарной массы (*flow concept*), в работе (Bryan, Cecchetti, O'Sullivan, 2001) приводится статистическая технология оценки значимости цен активов в развитии инфляционных процессов, где авторы показали возможность и обосновали необходимость их включения в целевой показатель инфляции. Более того, аналогично выводам, полученным Гудхартом — Хофманном, заключение исследователей содержало требования по повышению роли цен недвижимости в измерении темпов инфляции и возможному исключению цен акций из индекса описания общей ценовой динамики экономики.

Таким образом, в целом следует признать, что к настоящему времени не выработано единого подхода к выбору целевого показателя режима инфляционного таргетирования, что вызвано в большей степени расхождением в самом определении инфляции и методологии ее оценки. Для целей и возможностей денежно-кредитной политики наибольший интерес представляет динамика покупательной способности денег, которую традиционный индекс потребительских цен не описывает с достаточной степенью точности в силу своих методологических особенностей. Основные направления и развитие методологических подходов к измерению показателя инфляции, а также возможности использования новых индикаторов денежно-кредитной политики будут представлены в последующей публикации.

Источники

- Alchian A., Klein B. On a correct measure of inflation // Journal of Money, Credit and Banking. 1973. № 5 (1). February. Part 1. P. 173—191.
- Arthur S. Experience with constructing composite asset price indices // Bank for International Settlements. Working Paper № 21. 2005. April.
- Bean C. Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough? / Bank for International Settlements. Basel, 2003.
- Bernanke B., Gertler M. Monetary policy and asset volatility // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. 1999. Vol. 84. № 4. P. 17—52.
- Bernanke B., Gertler M. Should central banks respond to movements in asset prices? // American Economic Review. 2001. Vol. 91. № 2. P. 253—257.

- Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A.* Inflation targeting: lessons from the international experience. Princeton, 1999.
- Bernanke B., Mishkin F.* Inflation targeting: a new framework for monetary policy? // Journal of Economic Perspective. 1997. Vol. 11. № 2.
- Blomberg B., Harris E.* The commodity — consumer price connection: fact or fable? // Federal Reserve Bank of New York. Economic Policy Review. 1995. October. P. 21—38.
- Bordo M., Dueker M., Wheelock D.* Aggregate price shocks and financial instability: a historical analysis // National Bureau of Economic Research. Working Paper № 7652. 2000.
- Bordo M., Jeanne O.* Boom-busts in asset prices, economic instability and monetary policy // National Bureau of Economic Research. Working Paper № 8966. 2002. June.
- Bordo M., Wheelock D.* Price stability and financial stability: the historical record // Federal Reserve Bank of St Louis. Review. 1998. September/October.
- Borio C., Furfine C., Lowe P.* Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options // Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability. Bank for International Settlements. Working Paper № 1. 2001. P. 1—57.
- Borio C., Kennedy N., Prowse S.* Exploring aggregate asset price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications // Bank for International Settlements. Economic Paper № 40. 1994.
- Borio C., Lowe P.* Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus // Bank for International Settlements. Working Paper № 114. 2002.
- Bryan M., Cecchetti S., O'Sullivan R.* Asset prices in the measurement of inflation // The Federal Reserve Bank of Cleveland, The Ohio State University, National Bureau of Economic Research. 2001.
- Callen T.* Estimates of private sector wealth // Reserve Bank of Australia. Research Discussion Paper № 9109. 1991. October.
- Calvo G., Vegg C.* Inflation stabilization and bop crises in developing countries // National Bureau of Economic Research. Working Paper № 6925. 1999.
- Carare A., Stone M.* Inflation targeting regimes // International Monetary Fund. Working Paper № 03/09. 2003.
- Cecchetti S., Genberg H., Lipsky J., Wadhvani S.* Asset prices and central bank policy // International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research. Geneva Reports on the World Economy. 2000. № 2.
- Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S.* Asset prices in a flexible inflation targeting framework // Asset price bubbles: the implications for monetary, regulatory and international policies / Ed. by W. Hunter, G. Kaufman, M. Pomerleano. MIT Press, 2002. P. 427—444.
- Clark T.* Do producer prices lead consumer prices? // Federal Reserve Bank of Kansas. Economic Review. 1995. August. P. 26—39.
- Cottarelli C., Giannini C.* Credibility without rules // International Monetary Fund. Occasional Paper № 154. 1997.
- De Brouwer G., Ericsson N.* Modeling inflation in Australia // Journal of Business and Economic Statistics. 1998. Vol. 16. № 4. P. 433—449.
- Dowd K., Simon B.* The New Zealand monetary policy experiment — a preliminary assessment // The World Economy. 1994. Vol. 17. P. 855—868.
- Duesenberry J.* The mechanics of inflation // Review of Economics and Statistics. 1950. Vol. 32. P. 144—149.
- Duisenberg W.* The role of financial markets for economic growth // European Central Bank, Economic Conference «The single financial market: two years into EMU». 2001.
- Ehrmann M., Fratzscher M., Rigobon R.* An international financial transmission model // European Central Bank. Working Paper. 2004. October.
- Eichengreen B., Tong H.* Stock market volatility and monetary policy: what the historical record shows. Berkeley, 2003.
- Fisher I.* The purchasing power of money. The MacMillan Company, 1911.
- Fisher S., Modigliani F.* Towards an understanding of the real effects and costs of inflation // Weltwirtschaftliches Archiv. 1978. № 14. P. 810—832.
- Freedman C.* The role of monetary conditions and the monetary conditions index in the conduct of policy // Bank of Canada Review. Autumn. 1995. P. 53—59.
- Friedman M., Schwartz A.* A monetary history of the United States. 1867—1960. Princeton, New Jersey, 1963.
- Furlong F., Ingenito R.* Commodity prices and inflation // Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Review. 1996. № 2. P. 27—47.
- Gertler M., Goodfriend M., Issing O., Spaventa L.* Asset prices and monetary policy: four views // Centre for Economic Policy Research. 1998.
- Golov R., Matthews R.* The Russian crisis: causes, consequences and implications for the future // Kingston University. Occasional Paper Series № 35. 1999.
- Goodfriend M.* Financial stability, deflation and monetary policy // Bank of Japan. Institute of Economic Studies, 9th International Conference. July. 2000.
- Goodhard C., Hofmann B.* Asset prices, financial conditions and the transmission of monetary policy // Paper prepared for the conference on «Asset prices, exchange rates and monetary policy». Stanford University. March. 2001.

- Goodhard C.* Price stability and financial fragility // *Kawamoto K., Nakajima Z., Taguchi H.* Financial stability in a changing environment. Chapter 10. 1995. P. 439–510.
- Gramlich E.* Asset prices and monetary policy // Bank of France, New Technologies and Monetary Policy International Symposium. 2001. November.
- Greenspan A.* Economic volatility // Speech at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole. Wyoming, 2002.
- Griffiths B., Wood G.* Monetary targets. St. Martin's Press, 1981.
- Haldane A.* Some thoughts on inflation targeting // Bank of England. Working Paper. London, 1996.
- Hayashi F.* The cost of capital, Q, and the theory of investment // *Econometrics and the cost of capital* / Ed. by J. Lawrence. MIT Press, 2000.
- Hayashi F.* Tobin's marginal Q and average Q: a neoclassical interpretation // *Econometrica*. 1982. P. 213–224.
- Hu Z.* Financial asset prices and U. S. monetary policy // Boston College. 2003. October.
- Kuttner K., Mosser P.* The monetary transmission mechanism: some answers and further questions // *Economic Policy Review* / Federal Reserve Bank of New York. 2002. May.
- Lee T., Scott S.* Investigating inflation transmission by stages of processing // *Cointegration, causality and forecasting* / Ed. by R. Engle, H. White. Oxford, 1999. P. 283–300.
- Loayza N., Soto R.* Inflation targeting: an overview // World Bank. Central Bank of Chile and Pontificia Universidad Católica de Chile. 2003.
- Ludvigson S., Steindel C., Lettau M.* Monetary policy transmission through the consumption – wealth channel // Federal Reserve Bank of New York. *Economic Policy Review*. 2002. May.
- Mahadeva L., Sterne G.* Monetary policy frameworks in a global context. London Routledge. Bank of England. 2000.
- Mishkin F.* International experiences with different monetary policy regimes // *Journal of Monetary Economics*. 1999. Vol. 43. P. 576–606.
- Modigliani F.* Monetary policy and consumption // Federal Reserve Bank of Boston. Consumer spending and monetary policy: the linkage. 1971.
- Modigliani F., Cohn R.* Inflation, rational valuation and the market // *Financial Analysts Journal*. 1979. № 35 (2). P. 24–44.
- Selgin G.* Less than zero: the case for a falling price level in a growing economy // The Institute of Economic Affairs. IEA Hobart Paper № 132. 1997.
- Sellon G., Buskas C.* New challenges for monetary policy: a summary of the Bank's 1999 Symposium. Conference Paper. 1999.
- Semilutina N., Burt J.* Financial crisis in Russia: ignoring fundamentals // The Russian-American Chamber of Commerce, 2004.
- Starr-McCluer M.* Stock market wealth and consumer spending // Board of Governors of the Federal Reserve System, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs. Working Paper № 20. 1998. April.
- Sterne G., Agenor R.* A conceptual framework of inflation targeting. World Bank, 2002.
- Stone M.* Inflation targeting lite // Conference «Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems». International Monetary Fund. Washington, 2002.
- Svensson L.* Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets // *European Economic Review*. 1997. № 41. P. 1111–1146.
- Sweeney R.* Wealth effects and monetary. New York, 1988.
- The role of asset prices in the formulation of monetary policy // Bank for International Settlements. Conference Paper № 5. 1998.
- Trichet J.* Asset price bubbles and monetary policy // Mas lecture of the president of the ECB. Singapore. 2005. June.
- Weinhagen J.* An empirical analysis of price transmission by stage of processing // Bureau of Labour Statistics, *Monthly Labor Review*. 2002. November.
- Winne M.* Core inflation: a review of some conceptual issues // European Central Bank, DG Research. 1999.
- Woodward G.* Targets for monetary policy // Congressional Research Service, Library of Congress. 1988.