

И. Н. Юдина

канд. экон. наук, доцент кафедры финансов и кредита Барнаульского филиала Финансового университета при Правительстве РФ

ВЫЗОВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ В УСЛОВИЯХ ВНУТРЕННИХ И ВНЕШНИХ ОГРАНИЧЕНИЙ

Введение

Страны с формирующимися рынками (СФР) представляют очень важную группу с динамично развивающейся экономикой и играют все более заметную роль в мировой экономике и по численности населения, и по размерам своей экономики. При торговой и финансовой интеграции на мировые рынки они сталкиваются с растущими политическими вызовами. Денежная политика этих стран обычно является первой линией защиты против многих внутренних и внешних шоков, которым они часто подвергаются. Поэтому ее необходимо правильно формулировать и выполнять. Главная цель для них — это достижение денежной и финансовой стабильности. Серьезными ограничениями для них остаются слабые институциональные основы (в частности, уровень развития финансовых рынков и банковской системы) и зависимость от конъюнктуры мировых рынков.

У каждой страны имеются свои специфические условия и институциональные особенности, которые определяют ее денежную политику. Тем не менее, можно сформулировать основные правила, которыми руководствуются страны с развивающимися рынками. Рассмотрим возможные варианты проведения такой политики с точки зрения ее действенности и эффективности для достижения поставленных целей.

Хотя специфические характеристики каждой страны имеют большое значение, должны существовать некоторые общие принципы, которые могут служить руководством в этом процессе. Можно выделить ряд дискуссионных вопросов применительно к монетарной политике этих стран:

— Каковы основные вызовы, с которыми сталкиваются центральные банки в этих странах?

— Каковы доводы «за» и «против» различных основ денежно-кредитной политики (в вопросе выбора основного ориентира)?

— Может ли растущая торговая и финансовая открытость делать денежную политику менее эффективной в достижении внутренних целей?

— Какой должна быть денежная политика в условиях либерализации потоков капитала?

— Как она должна реагировать на значительные экзогенные шоки, такие как резкие скачки цен на сырьевые и топливные товары или на воздействия от финансовых шоков?

Денежно-кредитная политика этих стран, начиная с кризиса 2008 г., одновременно столкнулась с двумя шоками — неблагоприятным влиянием финансового кризиса, пришедшего из развитых стран, и ухудшением экспортных возможностей. Все это ухудшило условия внешнего финансирования для многих развивающихся экономик (особенно там, где наблюдался отток капитала) и обострило проблему поддержания финансовой стабильности в неблагоприятных условиях. Хотя ценовая стабильность остается важной целью для развивающихся экономик, финансовая стабильность стала ключевой ответственностью центральных банков в рамках их пруденциального регулирования.

Валютный курс в экономиках СФР часто используется в качестве основного «якоря» денежной стабилизации. Однако, как свидетельствует исторический опыт этих стран, использование валютного курса в качестве основного ориентира в кредитно-денежной политике повышает уязвимость экономики к внешним шокам. До финансового кризиса многие развивающиеся рынки развивались очень быстро, снижая инфляцию даже ценой укрепления своей валюты. Это сдерживало экономический рост и ухудшало состояние платежного баланса.

Остается также множество практических вопросов, с которыми сталкиваются центральные банки (ЦБ) при осуществлении инфляционного таргетирования. Например, на какой уровень инфляции при этом ориентироваться? Теория говорит, что необходимо управлять только базовым компонентом ценового индекса (так называемое «ядро» инфляции, определяемой монетарными факторами), а те компоненты, которые не имеют непосредственно долгосрочного влияния на общий индекс потребительских цен (ИПЦ), не должны приниматься в расчет.

На практике, однако, принимается в расчет измеритель инфляции, т. е. все компоненты, которые в него закладываются. В СФР большая часть потребительской корзины средней семьи включает затраты на продовольствие и коммунальные услуги. Цена на продовольствие может очень быстро расти, ставя ЦБ в трудное положение, поскольку таргетирование инфляции в таком случае становится политически невыполнимым. Более того, растущие цены на топливо и продовольствие имеют экономические последствия, которые ЦБ не может игнорировать. Например, может возникнуть давление на зарплату, чтобы удержать реальные доходы. Таким образом, эффекты второго уровня приведут к росту инфляции, и потребуются значительные усилия, чтобы вернуть инфляцию к установленному ориентиру. Существуют дополнительные сложности в силу того, что инфляция носит региональные различия (так называемая «городская» и «сельская» инфляция). На каком ценовом индексе должен сфокусироваться ЦБ и почему? Каковы должны быть критерии при выборе ценового индекса: либо брать в расчет только сферу ответственности ЦБ (управление денежной базой), либо более широко — эффективный денежно-кредитный контроль за состоянием всей финансовой сферы? И таких нерешенных вопросов как для ученых, так и для практиков остается еще много.

Проблема процикличности финансовой системы в странах СФР и методы ее решения инструментами денежно-кредитной политики

Макроэкономика стран СФР стала привлекать многих исследователей вследствие наличия ряда отличительных характеристик этих экономик: значительная подверженность шокам предложения, особенно вследствие изменчивости в условиях внешней торговли (для экспортеров сырья), высокая процикличность внешнего финансирования, более высокая инфляция и риск дефолта, процикличность

фискальной политики и другие несовершенные институты. Некоторые модели денежной политики, первоначально разработанные для развитых стран, — необходимость независимости для ЦБ и политика инфляционного таргетирования — еще более настоятельны для СФР из-за их более высокой инфляции (Дробышевский, Трунин, 2014).

Одна особенность, которая отличает развивающиеся страны от развитых, — это значительная степень циклических колебаний. Это можно обнаружить, в частности, на цикличности потоков капитала в эти страны — в хорошие времена они растут, а в плохие резко сокращаются. Также это частично объясняется особенностями их кредитно-денежной и фискальной политики, которые должны смягчить цикл, но справляются с этим плохо.

Согласно теории межвременных предпочтений страны должны наращивать долг в период спадов деловой активности, чтобы поддержать потребление и инвестиции, и выплачивать долг или накапливать чистые иностранные активы в период подъемов. На самом деле этого не наблюдается: движение капитала скорее с точностью повторяет циклические колебания производства.

То же можно проиллюстрировать на примере процикличности их фискальной политики: в период экономического подъема правительство увеличивает бюджетные расходы, а дефицит финансируется за счет внешних заимствований. Налоговые поступления также зависят от стадии бизнес-цикла. В период замедления экономики расходы бюджета сокращаются, как раз когда растет бремя задолженности, которая была накоплена во время подъема (Bova, Cargenac, Guerguil, 2014).

Процикличность характерна и для состояния ПБ; это связано с особенностью структуры их экспорта (преимущественно сырьевых товаров, сельскохозяйственных или нефти). Некоторые исследователи объясняют истоки процикличности финансового сектора несовершенствами рынков капитала — такими как асимметричная информация или требования дополнительного обеспечения кредитов (Borio, Lowe, 2002).

Эффект «кредитного бума». В фазе кредитного бума, возникающей на стадии экономического роста, кредитные портфели стремительно растут, в том числе на фоне прироста ресурсной базы банков и политики отрицательных реальных процентных ставок. На стадии расширения, в случае существенного «перегрева» рынка, потенциальное качество кредитов может снизиться, а затем на стадии сжатия, при появлении проблемных кредитов, снижении темпов прироста ресурсов или даже их оттоке, могут быть созданы предпосылки для снижения устойчивости кредитных организаций. Практика показывает, что возникновение так называемых кредитных «бумов» является одной из причин возникающих банковских кризисов, снижая качество банковских активов и достаточности капитала.

Процикличность ориентиров денежной политики: индекс цен экспортеров или потребителей?

Контрцикличности денежной политики трудно достигнуть вследствие большой неопределенности и эффектов запаздывания (лагов). Часто утверждается, что преимущества дискреционной политики не настолько очевидны, как недостатки, проявляющиеся в чрезмерной инфляции в странах СФР (Моисеев, 2002, с. 46). Поэтому часто высказываются в пользу принятия какого-нибудь номинального «таргета», который сам не обладал бы процикличностью, как, например, в случае инфляционного таргетирования по индексу потребительских цен (ИПЦ). Например, этот инструмент плохо приспособлен, если происходят шоки предложения.

Поскольку страны СФР высокоуязвимы к внешним шокам, то можно в качестве «якоря» рекомендовать такой, который бы хорошо подходил для этой цели: сглаживал негативное влияние вследствие шоков условий торговли, а не усиливал бы их. Шоки условий торговли для небольших открытых стран принимают две формы: колебания в номинальных ценах (в долларах) на экспортные товары на мировом рынке и колебания в номинальных ценах на импортные товары на мировых рынках.

Индекс потребительских цен рассматривается обычно в качестве единственного кандидата при выборе якоря инфляционного таргетирования (ИТ) в долгосрочном периоде, но он не может быть хорошим выбором в качестве промежуточного ориентира на годовом интервале. Как уже было отмечено, он плохо приспособлен к различным шокам (особенно если принимать в расчет условия торговли).

Объясним это на следующем примере. Например, если цены на импортные товары растут, то требуется ужесточение денежной политики или ревальвация валюты. Если цены на экспортные товары повышаются на мировом рынке, то в этом случае ничего не предпринимается, хотя для смягчения воздействия на инфляцию следовало бы проводить такую же политику, тогда как ИПЦ эту тенденцию роста экспортных цен не улавливает. Как альтернативный инструмент (таргет) для денежной политики можно было бы использовать индекс цен производителя, или дефлятор ВВП, или индекс экспортных цен. Важное различие состоит в том, что импортные товары отражены в ценах потребителей; наоборот, для экспортируемых товаров они обычно отражаются в ценах производителей и намного меньше — в ценах потребителей.

Могут ли инфляционные таргеты ошибочно реагировать на импортные цены? Для тех стран, которые импортируют нефть, а не экспортируют ее, основной источник уязвимости связан с изменчивостью мировых цен на нефть. Есть опасность, что если таргетировать инфляцию по ИПЦ, то это вынудит ЦБ в ответ на рост долларовых цен сократить денежное предложение и ревальвировать свою валюту.

Учитывая значение, которое ЦБ придают своей репутации, следовало ожидать, что их политика была бы более ограничительной в ответ на негативный шок предложения (рост цен на импортные товары) и более экспансионистской в ответ на благоприятные условия (понижение цен), хотя должно быть наоборот, чтобы поддержать рост.

Другими словами, центробанки в своей денежно-кредитной политике должны придерживаться идеи «ядра» инфляции, или “core CPI” (Winne, 1999). Есть очевидные свидетельства этого. Например, валютные курсы (в долларах за единицу национальной валюты) в тех странах, которые таргетируют инфляцию, положительно коррелируют с долларовой стоимостью на мировых рынках на их импортируемые товары (как это было в странах Латинской Америки в период 2000–2008 гг.), и корреляция стала даже выше, чем была до того, как они перешли к ИТ. Почему так происходит? Валюта не должна реагировать на увеличение мировых цен на их импортные товары путем ее подорожания, учитывая, что ЦБ таргетируют «ядро» ИПЦ (если сырьевые товары, в том числе импортные, не учитываются при его расчете). Во всяком случае, плавающая валюта должна обесцениться в ответ на такой негативный внешний шок. Но когда эти валюты, наоборот, дорожают, значит, ЦБ ужесточает свою денежную политику, чтобы ограничить давление на цены.

Очевидно, что центральные банки в странах, проводящих политику ИТ, особенно в таких странах, как Бразилия, Чили или Перу, реагировали на повышение цен на нефть в последнее десятилетие ужесточением денежной политики

и повышением курса их валюты. Можно предположить, что индекс CPI, который они таргетируют, практически не исключает полностью ценовые шоки на нефть.

Какой показатель мог бы использоваться в качестве номинального якоря, который был бы проще, чем «ядро» CPI, и в то же время более надежным в отношении шока предложения? То есть у ЦБ не должно быть альтернативы, выбирая ex post между наносящей ущерб экономике рецессией или постоянным нарушением своего обязательства в виде декларированной цели.

Выход — использовать в качестве «якоря» при таргетировании цен либо индекс цен производителя (PPI), либо более экзотический денежный режим — привязку к экспортным ценам (PEP). Согласно этому режиму страны — экспортеры меди привязывали бы свою валюту к цене на медь, экспортеры нефти — к цене на нефть и т. д.

Как должен оперативно работать PEP? Концептуально можно представить резервы, сформированные из золота, или меди, или нефти, и правительства, покупающие и продающие эти товары всякий раз, когда необходимо удержать курс своей валюты в заданных пределах. Оперативно и более практично для ЦБ было бы каждый день устанавливать официальный курс валюты по отношению к доллару, следуя правилу: ежедневно курс валюты (доллар за единицу местной валюты) движется точно в направлении ежедневного изменения цен на эти сырьевые товары на мировых рынках (в долларах за единицу товара). Для этого центральным банкам надо было бы ежедневно проводить интервенцию на валютном рынке, чтобы достичь установленных ориентиров. Так или иначе, эффектом была бы стабилизация цен на сырье в местной валюте. Но поскольку цены на эти товары определяются на мировом рынке, лучшим способом была бы стабилизация цены местной валюты (в отношении единицы товара).

Аргумент в пользу таргетирования по экспортным ценам может быть обоснован кратко: с одной стороны, он имеет преимущество, которое дает режим привязки валютного курса — а именно номинальный якорь, и одновременно не отменяет преимущество плавающего режима — автоматическое приспособление к колебаниям цен на экспортные товары на мировом рынке.

Желательность приспособляться к шокам условий торговли — еще один аргумент в пользу привлекательности таргетирования экспортных цен по сравнению с таргетированием по индексу ИПЦ.

Опять вернемся к двум формам проявления шоков условий торговли: падение долларовых цен на экспортные товары и повышение долларовых цен на импортные товары на мировом рынке. В первом случае девальвация местной валюты может амортизировать падение цен. Как уже отмечалось, PEP предоставляет этот результат автоматически; а CPI — нет. Во втором случае рост цен на импортные товары обычно должен сопровождаться обесценением местной валюты (по критерию реагирования на условия торговли). Но ни один из валютных режимов такого результата не дает¹.

Таргетирование по CPI фактически означает, что ЦБ ужесточает денежную политику и приводит к удорожанию национальной валюты против доллара, чтобы предотвратить повышение внутренних цен на импортные товары.

Это значит, что реагирование на ухудшение условий внешней торговли путем ревальвации национальной валюты ошибочно. Это еще больше усилит неустойчивость торгового баланса и производства.

¹ Для этого есть причина. Помимо того что нужно реагировать на изменения условий торговли, необходимо также сдерживать инфляцию; но обесценение валюты перед лицом увеличения импортных цен усилило бы ценовую неустойчивость.

Если в качестве якоря использовать широкий индекс по экспорту (по широкой номенклатуре экспортных товаров), то центральному банку практически было бы сложно приспособиться к шокам условий торговли, в отличие от другого способа — ориентироваться на валютный курс, цену на золото или цену на корзину из четырех — пяти основных экспортных товаров, но в каких-то заданных пределах.

Выбор режима валютного курса не так однозначен, как для развитых экономик. С одной стороны, эти страны — небольшие, открытые, с менее развитыми финансовыми рынками — больше склонны к фиксации валютного курса. С другой стороны, повышенная изменчивость условий торговли и угроза спекулятивных атак высказывается в пользу гибкого валютного курса. И некоторые страны перешли к плавающему курсу после кризисов 1990-х гг.

Вместо того чтобы таргетировать валютный курс в качестве главной цели денежно-кредитной политики, все больше сторонников инфляционного таргетирования и выбора в качестве ориентира индекса потребительских цен (ИПЦ). Мы попытались обосновать, что этот показатель не очень хорошо подходит для этого.

Таргетирование: инфляционное vs. валютное

В период происходящих финансовых кризисов повышается изменчивость и прерывность потоков капитала в СФР. Многие страны столкнулись с оттоком после продолжительного периода притоков. Значительная девальвация валюты может быть потенциально разрушительна для развивающихся рынков, особенно если значительный долг выражен в иностранной валюте. Это подчеркивает важность управления валютным курсом, чтобы не допускать резких девальваций валюты.

До финансового кризиса многие развивающиеся рынки развивались очень быстро, происходило снижение инфляции даже ценой укрепления национальной валюты. Возникает вопрос: а стоит ли удерживать низкий курс даже ценой более высокой инфляции? Для этого необходимо понять, каков главный канал для трансмиссии эффектов денежной политики — процентные ставки или валютный курс?

Считается что в СФР центральные банки должны проводить более прагматичную и гибкую политику, а не придерживаться каких-то жестких правил. Например, Центральный банк Индии, с одной стороны, имеет четкую цель по инфляции, но в то же время может управлять валютным курсом.

Но у такого подхода есть один минус: это делает результаты денежно-кредитной политики менее предсказуемыми, поскольку рынок никогда не может полностью быть уверенным в том, как интерпретировать отдельные действия политики, приводя поэтому к чрезмерным реакциям рынка при некоторых обстоятельствах. А это снижает эффективность трансмиссионного механизма и увеличивает общую политическую неопределенность в плане подавления инфляционных ожиданий, а также с точки зрения роста и стабильности.

Еще один вызов: как должна денежная политика реагировать на ценовые пузыри? Существует ли конфликт между целями денежной политики и достижением финансовой стабильности? Какова должна быть оптимальная структура регулирования для банков и других финансовых институтов? Обсуждается даже, что центробанки не должны быть прямыми регуляторами банков. Их свобода в проведении денежной политики не должна ограничиваться беспокойством о последствиях для банковской системы.

Существует также много практических проблем, которым нужно противостоять в контексте адаптации режима инфляционного таргетирования. Например, какой уровень инфляции считать допустимым при таргетировании? Теория утверждает,

что таргетировать надо только основной компонент индекса цен, так называемое «ядро» инфляции, и не пытаться регулировать относительные ценовые сдвиги, которые не затрагивают общую конструкцию индекса потребительских цен (ИПЦ). Вопрос большой важности — а каков должен быть сам измеритель инфляции?

В СФР основная часть потребительского набора — продовольствие и энергозатраты (топливо, электроэнергия). Цены на продовольствие растут быстро, и это ставит ЦБ в затруднительное положение, поскольку таргетирование инфляционного «ядра» становится политически неприемлемым.

Кроме того, повышение потребительских цен имеет социально-экономические последствия, которые ЦБ не может игнорировать — возникают требования о повышении зарплаты, чтобы удержать реальные доходы. Эффект второго раунда (раскручивание инфляционной спирали) приводит к повышению инфляции, и потребуются принимать непопулярные меры, чтобы вернуть ее в установленные границы.

Таким образом, доступные модели не очень полезны с точки зрения объяснения того, как должны ЦБ реагировать на резкие изменения цен на продовольствие или топливо или расстройств на финансовых рынках. С позиции достижения финансовой стабильности развитие макромоделей, в которых рассматриваются связи между финансовым сектором и реальной экономикой, помогут серьезно продвинуться в решении проблем финансовой и макроэкономической стабильности в контексте всеобщего равновесия. Но они все еще находятся в начальной стадии развития (Goodfriend, King, 1997).

Политика валютного курса: доводы за и против управляемого режима. Валютный курс часто выступает в качестве номинального якоря, который может оказаться весьма полезным в некоторых странах, особенно в тех из них, которые имеют низкий уровень финансового и институционального развития, или там, где у ЦБ недостаточно ответственности. Если экономика достаточно открыта, при высокой волатильности номинального валютного курса это негативно воздействует на инвестиции, занятость и рост производства и усложняет проведение макроэкономической политики.

В этом случае в качестве режима используется либо режим жесткой «привязки» валютного курса (валютное управление или «валютный совет»), либо некоторые промежуточные варианты. Во всех этих случаях страна теряет автономность в проведении своей денежной политики и как бы «импортирует» ее из-за границы. Достоинство такой политики — то, что ЦБ способен поддерживать внутреннюю инфляцию на низком уровне.

Но, как показывает опыт проведения такой политики в разных странах, бюджетная дисциплина и структурные преобразования также необходимы, чтобы достичь низкой инфляции и высоких темпов роста производства. В противном случае такая политика окажется несостоятельной.

Еще одна форма валютного управления может реализовываться в виде валютных союзов по типу зоны евро. Логика такого подхода состоит в том, чтобы увязать денежную политику между странами одной группы и, таким образом, совместно отвечать на общие шоки. В то же время такой механизм будет иметь дисциплинирующее воздействие на проведение безответственной политики в отдельных странах. Такие валютные союзы содействуют торговой и финансовой интеграции между странами группировки и в перспективе приведут к уменьшению числа валют в мире. Но здесь имеется обратная сторона. Если у стран, входящих в такое объединение, бизнес-циклы не будут синхронизированы или они столкнутся с различными шоками, проведение общей денежной политики

может оказаться под угрозой (о чем свидетельствует кризис евро в связи с проблемами в экономике Греции).

Режим жесткой привязки к какой-то одной валюте или корзине валют может сосуществовать с режимом свободного движения капитала только в таких странах, как Сингапур, которая достигла высокого уровня финансового развития и проводит ответственную финансовую политику. Но для большинства стран с развивающимися рынками это пока невыполнимо.

В целом, режим управляемого валютного курса требует различных форм контроля за движением капитала, поскольку одновременно достигать этих целей (управляемое плавание и свобода движения капитала) бывает очень трудно, особенно при отсутствии независимости в проведении монетарной политики. Есть, конечно, исключения, например, Гонконг и ряд других стран, которые имеют режим валютного управления и одновременно проводят ответственную макроэкономическую политику. В большинстве других СФР, особенно со слабой макроэкономической политикой и недоразвитыми финансовыми рынками, контроль за капиталом является важным буфером для сглаживания волатильности валютного курса.

Модификация режима инфляционного таргетирования в СФР

Центральные банки во многих СФР проводят валютные интервенции, чтобы поощрять экспорт и развивать трудоемкие отрасли в своих странах, удерживая курс национальной валюты заниженным. Однако такая практика создает проблемы для глобальной системы и касается всех: каждой страны в отдельности и всех вместе. Поэтому на некоторых моментах стоит остановиться.

1. Необходимо признать, что такая политика имеет издержки для развития экономики, и со временем от нее необходимо отказаться. Это не значит, что необходимо незамедлительно перейти к свободному плаванию валюты. Краткосрочные интервенции с целью необходимых корректировок оправданны для сглаживания временных колебаний валютных курсов вследствие разных шоков.

2. Контроль за притоком капитала с целью поддержания финансовой стабильности весьма полезен, когда другие инструменты либо недоступны, либо менее эффективны для решения возникающих проблем, но он не должен идти во вред концепции конкурентных преимуществ.

3. Такие меры будут более эффективны, когда они одновременно будут применяться на национальном и международном уровнях. В противном случае появятся возможности обойти эти меры посредством межбанковских транзакций.

4. Политики должны признать существующие ограничения, фискальные издержки и искажающие эффекты таких интервенций и селективного контроля за капиталом, если они применяются на длительном периоде. Они не должны замещать проведение структурных реформ и здоровой макроэкономической политики. Более того, длительные барьеры на перемещение капитала заставят капитал перетекать по менее прозрачным («серым») каналам, которые трудно поддаются регулированию.

5. Когда множество стран предпринимают интервенцию на валютном рынке, это рассматривается как сигнал, что на международном уровне существуют дисбалансы, которые надо преодолевать. Необходимо принимать коллективные решения, которые минимизируют вредные воздействия такой политики и эскалацию отношений на двустороннем уровне в виде введения торговых ограничений или конкурентной девальвации.

6. Правительства с ограниченным эмиссионным правом будут пытаться использовать пруденциальные меры, чтобы задействовать внутренние источники

финансирования (вводя требования ликвидности для банков, обязывая их держать государственные облигации в своих портфелях). Такие методы, вероятно, станут все более распространенными, поскольку правительства пытаются преодолеть бюджетные последствия финансовых кризисов. Такие меры несут определенный риск для банков в случае угрозы неплатежеспособности своего правительства.

Валюта с управляемым плаванием предполагает существование определенной зоны, в которой она колеблется, а диапазон колебаний может различаться по странам и даже в одной стране он может со временем пересматриваться (к таковым относятся многие африканские страны).

Денежные агрегаты являются ориентирами, которые легко измеряются и хорошо подходят для тех экономик, у которых недоразвиты финансовые системы. Однако под воздействием финансовой интеграции и глобализации эти ориентиры все более искажаются и становятся менее управляемыми. Более того, в экономиках, где темпы роста производства неустойчивы, связь между денежными агрегатами, реальным производством и инфляцией довольно слабая. Следовательно, те страны, которые стремятся перейти к инфляционному таргетированию, не имеют для этого институциональных и технических предпосылок.

Многие страны применяют инфляционное таргетирование, но до сих пор управляют валютным курсом, чтобы сглаживать краткосрочную волатильность на валютном рынке. На практике это предполагает частое вмешательство ЦБ в виде интервенций на валютном рынке из-за боязни «свободного плавления» своих валют. Примерами стран, которые МВФ классифицирует как «таргетиры инфляции» с управляемым плаванием, является весьма пестрая группа, включая такие страны, как Колумбия, Гана, Индонезия, Румыния и Таиланд. Например, Резервный банк Индии формально не провозглашает своей целью инфляцию, но официальные руководители Банка постоянно упоминают о диапазоне инфляции, к которой они стремятся, в попытке предотвратить появление инфляционных ожиданий. В то же время, Банк управляет валютным курсом, что дает ему определенную свободу в проведении денежно-кредитной политики.

Все больше и больше стран как среди развитых, так и среди развивающихся двигаются в сторону такой модели денежной политики. Это связано с тем, что со временем многие страны переходят к свободному движению капитала, даже де-факто сохраняя какие-либо ограничения. Поэтому им все труднее становится управлять валютным курсом без того, чтобы не возникла угроза спекулятивной атаки. Китайский опыт показывает, что можно жестко управлять валютным курсом, даже когда баланс капитала становится все более открытым, но это дается ценой значительных финансовых ограничений.

Стремление центральных банков адаптировать некоторые формы инфляционного таргетирования оценивается академическим сообществом как наиболее приемлемое для большинства развитых и среднеразвитых экономик. Эту цель можно рассматривать в качестве якоря для проведения денежной политики, а гибкость валютного курса, в то же время, придает независимость политике и предоставляет буфер против внешних шоков. Однако объявлять такой режим наилучшим будет преждевременно, он должен еще доказать свою пригодность на длительном периоде. Многие страны уже перешли к инфляционному таргетированию, начиная с 1990-х гг., когда во всем мире наблюдались умеренные темпы инфляции. И, как показывает существующий опыт, те страны, которые перешли к этому ориентиру, имеют низкие темпы инфляции и подавленные инфляционные ожидания (Levin, Andrew, Fabio, 2004). Рассмотрим критическое применение этого режима в некоторых СФР и определенные осложнения, с которыми при этом сталкиваются ЦБ.

Выгоды и проблемы введения инфляционного таргетирования

Как свидетельствует опыт многих стран и межстрановые исследования, ЦБ может быть эффективным в своей политике, если он нацелен на достижение стабильности цен (Mishkin, Jonas, 2005). Низкая и стабильная инфляция имеет значительные макроэкономические выгоды — стабилизируется рост ВВП, а фирмы и домашние хозяйства строят долгосрочные инвестиционные планы. На финансовом рынке развивается сегмент «длинных» облигаций, связанных с финансированием инфраструктурных объектов и управлением госдолгом.

Денежная политика, которая имеет единственную четко установленную цель, является лучшей гарантией для макроэкономической и финансовой стабильности и долгосрочного роста. Напротив, если использовать один инструмент (например, деньги) для достижения разных целей, то это путь к неэффективности, особенно в трудные времена. Кроме того, утверждение, что с помощью одной только денежной политики можно стимулировать долгосрочный рост, весьма проблематично — примером этому может служить стагфляция в США в 1970–1980-е гг., когда экспансионистская денежная политика одновременно привела к стагнации производства и высокой инфляции.

Денежная политика играет ключевую роль, поощряя инвестиции в основной капитал, рост производительности, гарантируя таким образом макроэкономическую стабильность. Прозрачность и предсказуемость денежной политики является важной компонентой для достижения ликвидных финансовых рынков и стабилизации потоков капитала. Стабильное макроэкономическое окружение придает внутренним и внешним инвесторам больше уверенности в отношении данной экономики и делает их поведение более лояльным.

Иногда утверждается, что ценой политики, направленной на поддержание стабильности цен, является замедление роста. Это действительно наблюдалось в некоторых странах, где в качестве основной цели провозглашалось достижение низкой инфляции и центральным банкам давалось больше полномочий для борьбы с инфляцией. Примером может быть Новая Зеландия, когда в 1988 г. она перешла к инфляционному таргетированию, пытаясь сбить 15%-ную инфляцию в середине 1980-х гг., и уже к 1991 г. инфляция там была на уровне 2%, хотя все это имело негативное влияние на рост ВВП и безработицу. То же наблюдалось и в некоторых странах Латинской Америки. Но во всех этих случаях инфляционное таргетирование рассматривалось как панацея против высокой инфляции вследствие недостаточных полномочий ЦБ. Но если достигнута низкая инфляция, а ЦБ имеет достаточно полномочий, это еще не значит, что, фокусируясь на стабильности цен, надо допускать потерю динамизма производства.

Один из уроков, вытекающих из этого опыта, состоит в том, что инфляционное таргетирование не должно рассматриваться как наилучший вариант кредитно-денежной политики для борьбы с высокой инфляцией. Все зависит от возможности предсказывать инфляцию, а это сделать намного труднее, когда инфляция очень высокая и изменчивая. Неправильный прогноз по инфляции может привести к фиаско в достижении цели (как уже неоднократно было в России). Тем не менее, в некоторых странах (например, Чили и Израиль) инфляционное таргетирование применялось весьма успешно для борьбы с высокой инфляцией и среди академических ученых есть много сторонников такой политики (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2005).

Некоторые считают, что, борясь с инфляцией, можно столкнуться с другой, более грозной проблемой — дефляцией. На самом деле никакого противоречия между инфляцией или дефляцией не существует. Банк Англии имеет четко

установленный ориентир по инфляции; в других странах используется диапазон (верхний и нижний уровень роста цен). Если рост начинает «пробуксовывать», а инфляция опустилась ниже установленного ориентира, денежная политика должна быть смягчена. В любом случае, способность ЦБ действовать решительно в достижении поставленных целей (инфляции) является решающим фактором.

Инфляционное таргетирование иногда рассматривается в качестве «якоря», ограничивающего пространство для действий ЦБ. На практике у ЦБ есть возможность действовать по своему усмотрению при реакции на шок, чтобы затем снова вернуть цены к заданному ориентиру. Поэтому теперь такую политику называют «гибкое инфляционное таргетирование». Итак, поддержание низкой и стабильной инфляции не означает вовсе, что краткосрочные колебания производства и безработицы будут игнорироваться денежной политикой. Это значит, что необходимо просчитывать, как инфляция будет воздействовать на макроэкономику и, следовательно, как денежная политика должна меняться в зависимости от ее состояния. И это придает гибкость политике ЦБ при реагировании на различные типы шоков. Кроме того, независимость и эффективность денежной политики повысятся, так как будут более реалистичные ожидания того, какой цели должна достигнуть денежная политика, а именно — низкой инфляции (точнее, ее будущего, а не текущего уровня). Наконец, прозрачность денежной политики позволит участникам финансового рынка действовать в более прогнозируемом окружении, зная, что за действием рынка не стоят политические решения.

Но при этом необходимо отметить, что сам по себе такой режим не дает карт-бланш только центральным банкам; он часто рассматривается как часть пакета мер, нацеленных на создание более сильных институтов. Это основа для политиков, берущих на себя обязательства достигнуть стабильности цен и проводить более строгую бюджетную политику. Таким образом, хотя инфляционное таргетирование не является панацеей для макроэкономики, оно может служить катализатором проведения более широкого круга реформ, повышая ответственность центрального банка и позволяя в целом достигнуть лучших макроэкономических результатов.

На практике инфляционное таргетирование ставит перед ЦБ множество проблем в странах с формирующимися рынками. Одна из них — это растущая волатильность потоков капитала. Действительно, нежелательная волатильность может «загнать» денежную политику в угол — например, во многих азиатских странах, в которые притекал капитал в период 2005–2007 гг., наблюдался рост инфляции, но центральные банки не стали повышать процентные ставки, поскольку они опасались дальнейшего усиления притоков капитала. Укрепление валюты в таком случае служит амортизатором роста цен, но многие из этих стран не позволяют своим валютам сильно укрепляться. Все это усложняет проблему.

Еще одна проблема — это трудность разделить долго- и краткосрочные спекулятивные притоки. К сожалению, всякий контроль за капиталом не только неэффективен, но и контрпродуктивен. Например, Таиланд в декабре 2007 г. пытался ввести налог на краткосрочные портфельные притоки. Реакция рынка была незамедлительной: за один день он «просел» более чем на 15%, что вынудило правительство отменить контроль (Слабое звено..., 2015).

Каковы варианты политики для стран СФР, которые сталкиваются с такими обстоятельствами, и насколько они различаются для разных экономических систем? Перед лицом огромного притока капитала у ЦБ есть несколько вариантов контролировать инфляцию.

Во-первых, позволить валютному курсу укрепляться. Гибкость валютного курса облегчает приспособление к изменчивости мировых цен, а денежная политика

фокусируется исключительно на цели инфляции. Издержки такой политики несет частный сектор, которому приходится хеджировать свои валютные позиции. Во многих СФР недоразвитость финансовых рынков означает, что валютные деривативы и другие инструменты хеджирования могут быть недоступны, что ложится особенно тяжелым бременем на малый и средний бизнес, у которого нет выбора для хеджирования через доступ к международным финансовым рынкам.

Во-вторых, проводить интервенции против укрепления валюты. В некоторых СФР центральные банки агрессивно вмешиваются в функционирование валютного рынка, чтобы предотвратить чрезмерную волатильность в случае нежелательного отклонения курса валюты от фундаментальных значений. Но продолжительное вмешательство может вызвать быстрое накопление резервов, что подвергает центральные банки валютному риску по балансу, и потенциально они могут нести большие издержки по резервным портфелям. Кроме того, у центрального банка появляется дополнительное бремя по стерилизации лишних эмитированных денег, чтобы предотвратить денежную нестабильность. Эта процедура имеет квазифискальные издержки, поскольку доходность по бондам, которые он использует как инструмент стерилизации, обычно выше, чем он зарабатывает на ликвидных инструментах, таких как казначейские векселя правительств развитых стран, в которые обычно размещаются резервы.

В-третьих, вводить ограничения на приток капитала, при том, что де-факто финансовая открытость растет. Селективный контроль в отношении нежелательных потоков находится в ведении ЦБ, но все равно находятся лазейки, чтобы обойти этот контроль. Всеобъемлющий контроль имеет значительные издержки для экономики и быстро теряет свою эффективность. Но вопрос остается открытым: насколько контрпродуктивным является сохранение контроля и стремление изолировать себя от изменчивых потоков капитала (Prasad, Esvar, Raghuram Rajan, 2008)?

В-четвертых, уменьшать ограничения на оттоки капитала. Это привлекательная альтернатива, чтобы уравновесить притоки и снять давление на валюту. Существуют и другие косвенные выгоды финансовой открытости, включая внутреннее финансовое развитие и возможности диверсификации портфелей для внутренних инвесторов. Но проблема в том, что, поскольку контроль ослабляется в хорошие времена, его трудно будет ужесточить в плохие времена, когда инвесторы меняют свои ожидания относительно перспектив экономики и начинают выводить средства. Это значит, что открытие баланса капитала должно быть процессом регулируемым, а не делаться одним залпом.

Углубление финансового кризиса во второй половине 2008 г. показало переменчивость потоков капитала в СФР, в которых после длительного периода притоков начались значительные оттоки. При этом значительное обесценение валюты является разрушительным для этих экономик, особенно если у них большой внешний долг в иностранной валюте. Вероятно, в связи с этим в фокусе внимания должно быть управление валютой с целью недопущения ее коллапса.

Перспективы перехода к плавающей валюте

Выбор режима валютного курса является ключевым фактором в достижении стабильности экономики в условиях открытых финансовых рынков. При этом обычно ссылаются на «трилемму Манделла» о так называемой «несовместимой троице» в финансовой политике; причем только два из этих направлений могут быть совместимыми (Mundell, 1963):

- (1) достижение мобильности капитала;
- (2) установление режима фиксированного номинального валютного курса;
- (3) проведение автономной денежной политики.

Процесс финансовой глобализации создал множество проблем для экономик СФР. Дело в том, что финансовые рынки, как внутренние, так и международные, в целом несовершенны. К недостаткам их функционирования можно отнести наличие информационной асимметрии, «пузыри», хеджинг-стратегии, множественное равновесие, проблему “moral hazard” и инфекция. Проблема несовершенства рынка (его незрелости) в большей степени, конечно, относится к рынкам СФР, хотя если брать глобальные рынки, то для них бичом является наличие информационных проблем (информационная асимметрия).

И если развитые экономики могли позволить себе проводить автономную политику и обеспечить свободную мобильность капитала, то СФР в этой области столкнулись с непреодолимыми противоречиями. Они пытались использовать различные промежуточные режимы валютного курса (мягкая или жесткая привязка, скользящий коридор и пр.), но малоуспешно, и в конечном счете столкнулись с финансовым кризисом. В последнее время несколько стран с формирующимися рынками отдают предпочтение режиму свободного плавания. Его популярность все более растет, но страны переходят к этому режиму весьма осторожно и пытаются не допустить резких колебаний валютного курса. Поэтому они все еще не могут извлечь полной выгоды от проведения автономной денежной политики.

Кризисы в СФР в конце XX — начале XXI в. развивались по сценарию масштабных системных кризисов, т. е. так называемых «тройных кризисов», которые включают валютный, банковский кризис и дефолт по суверенным долгам. Потоки капитала на эти рынки вряд ли можно назвать устойчивыми. Страны не были успешны в проведении контрциклической денежной политики (т. е. бездефицитном финансировании экономики), углублении своих внутренних финансовых рынков, снижении стоимости капитала и увеличении инвестиций, поэтому они не смогли в полной мере воспользоваться выгодами финансовой глобализации. Некоторые экономисты (Eichengreen, 2003) считают, что в быстро глобализирующейся экономике наиболее приемлемым для политики СФР является введение механизма свободного плавания, поскольку он усилит финансовую дисциплину в этих странах, в частности, они будут меньше зависеть от краткосрочных потоков капитала, а участники рынка капитала будут страховать свои валютные риски. Напротив, режим «привязки» поощряет накапливать нехеджируемый иностранный долг, поэтому всякие неожиданные и значительные изменения валютного курса создают финансовые проблемы для банков и корпораций при обслуживании своих краткосрочных обязательств. А при плавающих курсах острые девальвации не приведут к финансовому краху, как это было в азиатских экономиках в 1997–1998 гг.

Сейчас в академических кругах все более громко звучат голоса в пользу установления так называемой «счастливой троицы», чтобы успешно отразить «тройной» кризис. Она должна покоиться на «трех китах»: 1) сильной международной валюте; 2) свободном плавании курсов; 3) здоровых финансовых институтах. В противном случае экономики не только смогут успешно интегрироваться в международные рынки капитала, но становятся чрезвычайно уязвимыми к финансовым кризисам (Dela Torre, Yeyati, Schmukler, 2002).

Первая составляющая «троицы» является наиболее затруднительной и требует длительного времени для достижения в силу особого статуса международной валюты в качестве резервной. Для этого требуется проводить соответствующую макроэкономическую политику в той стране, чья валюта имеет высокий

международный статус, в частности, взвешенную фискальную политику. Если удастся выстроить такую «троицу», то страны с формирующимся рынками смогут успешно интегрироваться в глобальные рынки капитала и использовать в своих интересах выгоды такой интеграции.

Источники

Дробышевский С. М., Трунин П. В. Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса // Журнал Новой экономической ассоциации. 2014. № 4 (24). С. 141–158.

Моисеев С. П. Правила денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 6. С. 37–46.

Слабое звено. В Таиланде считают, что сильный бат «душит» тайский экспорт. Бангкок готов вступить в валютные войны [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://expertonline.kz/a11057/> (дата обращения: 03.03.2015).

Borio C., Lowe P. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus // Bank for International Settlements. Working Paper. 2002. No. 114.

Carcenac E. B., Guerguil N., Guerguil M. Fiscal Rules and the Procyclicality of Fiscal Policy in the Developing World / IMF Working Paper. WP/14/122. Fiscal Affairs Department. July 2014.

De la Torre A., Yeyati E. L., Schmukler S. L. Financial Globalization: Unequal Blessings, Washington, DC: World Bank Policy Research Working Paper. 2002. No. 2903.

Eichengreen B. Strengthening the International Financial Architecture // An International Finance Reader / ed. by D. K. Das. London; N. Y., 2003. P. 65–86.

Eswar S. Rajan P., Rajan R. G. A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization // Journal of Economic Perspectives. 2008. Vol. 22. No. 3. P. 149–172.

Goodfriend M., King R. G. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomics Annual. Cambridge, 1997. P. 231–283.

Mishkin F. S., Jonas J. Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects / ed. by B. Bernanke, M. Woodford. The Inflation Targeting Debate, Chicago, 2005.

Levin A. T., Natalucci F. M., Piger J. M. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting // Reserve Federal Bank of St. Louis Review. 2004. Vol. 86. No. 4. P. 51–80.

Mishkin F. S., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? Columbia University, 2005.

Mundell R. A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates // Canadian Journal of Economics. 1963. Vol. 29. P. 475–485.

Wynne M. A. Core inflation: A review of some conceptual issues // European Central Bank Working Paper. 1999. No. 55.