

Цели монетарной политики: последствия мирового экономического кризиса

Тарас ЦУКАРЕВ



Советник управления исследований
Главного управления монетарной
политики и экономического анализа
Национального банка

В течение последних трех лет центральные банки многих стран столкнулись с рядом достаточно сложных проблем, которые мало кто предвидел в эпоху, известную как “Великое затишье”¹. Кризис финансовых рынков и наиболее глубокая со времен Великой депрессии 1930-х гг. мировая рецессия, а также накладывающиеся на традиционные инструменты монетарной политики ограничения привели к переосмыслению принципов определения целей монетарных властей и набора инструментов, которые могут быть использованы для достижения этих целей,

а также важности финансовой стабильности и роли финансовых трений. Перед некоторыми центральными банками в настоящее время встал вопрос о смене либо совершенствовании режимов денежно-кредитной политики. История знает случаи, когда экономические кризисы заставляли государства сменить режимы реализации монетарной политики. Можно вспомнить Южную Корею, которая на собственном опыте испытала экономический крах, вызванный валютным и финансовым кризисом конца 1990-х гг. Вместе с тем введение в Южной Корее режима инфляционного таргетирования в 1998 г. послужило весомым фактором, повлиявшим на восстановление экономики данной страны в посткризисный период. Отличительной характеристикой настоящего кризиса является его глубина и сила негативного воздействия не только на развивающиеся экономики, но и на экономики развитых стран (прежде всего на США и страны ЕС).

В течение десяти лет, предшествующих кризису, в мировой практике монетарные власти и экономисты из академической среды имели согласованное мнение относительно целей и принципов реализации монетарной политики [1, 2]. Среди ключевых аспектов данного консенсуса рассматривалась роль ценовой стабильности как основной цели монетарной политики, а также важность доверия к центральному банку и транспарентность проводимой политики. На сегодняшний день практически в каждой исследовательской работе на тему денежно-кредитной по-

литики, как правило, выделяют две основные цели монетарной политики: стабилизация инфляции вокруг некоторого низкого уровня и стабилизация реальной экономической активности. Вместе с тем среди желаемых целей денежно-кредитной политики может фигурировать и финансовая стабильность, хотя до недавнего времени в моделях для анализа денежно-кредитной политики какие-либо предполагаемые финансовые трения считались незначимыми.

Инструменты монетарной политики

Традиционно в международной практике в список основных инструментов монетарных властей входили, как правило, операции на открытом рынке, дисконтная ставка и норма обязательных резервных требований. Вместе с тем, как показывает анализ деятельности центральных банков развитых и развивающихся стран, за последние три года перечень инструментов значительно расширился. Например, Федеральная резервная система США (далее — ФРС США) в результате кризиса вынуждена была использовать 11 различных инструментов, что во многом было продиктовано желанием расширить ее роль как кредитора последней инстанции.

В этой связи видится целесообразным рассмотреть основные традиционные и нетрадиционные инструменты реализации монетарной политики, которые могут использоваться в периоды нормального функционирования экономики и в нестандартных условиях.

¹ Период с начала 1980-х гг. по 2008 г. во многих странах был отмечен слабой инфляцией, низкими процентными ставками и стабильностью роста ВВП. За это время в США, например, было всего две незначительных рецессии (в 1992 г. и затем в 2001—2002 гг.), причем обе длились не более 9 месяцев, а затем экономика быстро восстанавливалась. Выражение “Великое затишье” (Great Moderation) впервые было введено Беном Бернанке в 2003 г.

Традиционные инструменты. Для анализа традиционной монетарной политики необходимо для начала определить модель экономики. Обратимся к стандартной неокейнсианской модели закрытой экономики, которая в настоящее время доминирует при анализе денежно-кредитной политики. Она состоит из IS-кривой с включением оператора ожиданий, задаваемой уравнением

$$x_t = E_t x_{t+1} - \left(\frac{1}{\sigma}\right) (i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n), \quad (1)$$

и уравнения инфляции:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + k x_t + e_t, \quad (2)$$

где x_t — разрыв выпуска;

π_t — инфляция;

r_t^n — равновесная реальная процентная ставка,

при которой разрыв выпуска равен нулю;

i_t — номинальная процентная ставка;

e_t — шок.

Данные уравнения могут быть получены посредством лог-линеаризации модели общего равновесия, включающей сектора домашних хозяйств и фирм, работающих на товарных рынках, характеризующихся монополистической конкуренцией и стратегиями временной корректировки цен.

В контексте данной модели стандартным инструментом монетарной политики принимается текущая ставка процента центрального банка. Если кривую IS, представленную уравнением (1), привести к виду

$$x_t = -\left(\frac{1}{\sigma}\right) (i_t - E_t \pi_{t+1}) - \left(\frac{1}{\sigma}\right) E_t \sum_{i=1}^{\infty} (i_{t+i} - \pi_{t+i+1}) + \left(\frac{1}{\sigma}\right) E_t \sum_{i=0}^{\infty} r_{t+i}^n, \quad (3)$$

становится очевидным, что для реальных расходов весьма важным является как текущее значение процентной ставки, так и ее ожидаемая траектория.

Вместе с тем даже в таких кризисных условиях, когда уровень политической процентной ставки был близок к нулевой нижней границе, важность ожиданий относительно будущей монетарной политики несколько не ослабевает. С точки зрения применения стандартных инструментов монетарной политики в условиях нулевой процентной ставки центральный банк все еще имеет потенциал влияния на реальные расходы, если есть возможность оказать воздействие на ожидания относительно будущей реальной процентной ставки. Если $i_t = 0$ и ожидается, что она будет оставаться на таком уровне до периода $t + T$, то уравнение (3) принимает вид:

$$x_t = \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{i=0}^T E_t \pi_{t+i+1} - \left(\frac{1}{\sigma}\right) E_t \sum_{i=T+1}^{\infty} (i_{t+i} - \pi_{t+i+1}) + \left(\frac{1}{\sigma}\right) E_t \sum_{i=0}^{\infty} r_{t+i}^n.$$

Таким образом, выпуск может быть простимулирован увеличением ожидаемой инфляции, снижением ожидаемых будущих реальных процентных ставок или ростом естественной реальной процентной ставки (в текущем периоде или в будущем). Если центральный банк стремится выполнить взятые на себя

обязательства относительно будущей политики, то он может поддерживать выпуск посредством балансировки на более низком уровне будущей траектории $i_t + j$. Ряд моделей подтверждает то, что достижение нулевой нижней границы по процентным ставкам не представляет серьезного ограничения для монетарной политики, и большинство исследований свидетельствуют, что издержки нахождения процентной ставки вблизи нулевой границы являются небольшими в случае, если центральный банк обладает высоким уровнем доверия со стороны экономических агентов [3—5].

Можно также говорить о том, что доверие экономики к центральному банку весьма важно и для монетарной политики, направленной на стимулирование экономической активности. Причем такая значимость связана с тем, что неудача в достижении конечных целей и контроле над инфляционными процессами может уменьшить возможности по управлению ожиданиями при повторении аналогичных условий функционирования экономики в перспективе. Более того, некоторые исследователи приходят к выводу, что даже таким мощным монетарным властям, как ФРС США, ЕЦБ, а также банкам, успешно реализующим политику инфляционного таргетирования и достигшим в докризисный период высокого уровня доверия, часто оказывается трудно управлять будущими ожиданиями, не имея необходимой практики. При изменении процентных ставок по инструментам основную нагрузку несут средства коммуникаций центрального банка с экономическими агентами.

Нетрадиционные инструменты. В период развития мирового финансового кризиса центральные банки вынуждены были использовать также и нетрадиционные инструменты. Как правило, такие инструменты включали увеличение денежного предложения при заданной процентной ставке, политику, направленную на прямое кредитование специфических секторов экономики, а также расширение функции центрального банка как кредитора последней инстанции.

Здесь хотелось бы отметить, что в последние годы в международной практике реализации монетарной политики (особенно в США) популярным инструментом стало так называемое *количественное ослабление* (quantitative easing, QE). Фактически QE представляет собой увеличение ликвидности путем различных операций на открытом рынке, например, покупка государственных облигаций и других финансовых активов, что в итоге ведет к росту денежной массы и резервов в банковской системе.

В стандартной неокейнсианской модели денежным агрегатам при заданной ставке процента центрального банка не отводится какая-либо независимая роль. Соответственно, это означает, что при введении в модель денежных агрегатов возможность независимого использования процентной ставки пропадает. Данный вывод следует из условия равновесия спроса на деньги и их предложения. В базовой системе неокейнсианской модели спрос на деньги обычно задается посредством включения реальных денежных остатков в функцию полезности. Кроме того, условие первого порядка выбора хранения денег репрезентативным домашним хозяйством говорит о том, что предельная норма замещения реальных денежных остатков по-

треблением равна альтернативным издержкам хранения денег, или

$$\frac{U_m(C_t, m_t, N_t)}{U_c(C_t, m_t, N_t)} = \frac{i_t}{1 + i_t}, \quad (4)$$

где C — потребление;

m — реальные денежные остатки;

N — время, затрачиваемое на работу;

i — номинальная процентная ставка;

U_m — предельная полезность m ;

U_c — предельная полезность C .

Если монетарная политика определяется процентными ставками и функцией полезности не включает m , как было определено уравнениями (1) и (2), то i_t , C_t , N_t и цены определяются независимо от m . В таком случае уравнение (4) только остаточным образом устанавливает номинальное количество денег, то есть количественное ослабление не является совершенно независимым инструментом. По крайней мере, таким образом строится стандартный анализ при условии, что номинальные процентные ставки гораздо больше нуля.

При приближении к нулевой границе по процентным ставкам (что мы наблюдали, например, в США) логика может быть иной. Когда $i = 0$, вопрос о том, сможет ли монетарная экспансия повлиять на реальную экономику, будет зависеть от природы спроса на деньги. Если

$$\lim_{i \rightarrow 0} m^d = \infty,$$

то мы имеем классический случай ловушки ликвидности. В условиях роста номинального количества денег домашние хозяйства могут прийти к выводу, что альтернативная стоимость хранения денег является весьма низкой, поэтому принять решение не реагировать на увеличение предложения денег, то есть увеличить реальные денежные остатки без какого-либо эффекта на уровень цен.

Еще одним интересным нетрадиционным инструментом монетарной политики является *ослабление условий кредитования* (credit easing, далее — CE).

В период кризиса ФРС США, ЕЦБ и ряд других центральных банков развитых и развивающихся стран также вынуждены были применить ослабление условий кредитования, которое отразилось на изменении их структуры активов. Такой род политики монетарных властей включает кредитование финансовых институтов, предоставление ликвидности определенным кредитным рынкам и покупку долгосрочных ценных бумаг. Первые две категории (кредитование финансовых институтов и предоставление ликвидности кредитному рынку) являются традиционными функциями центрального банка как кредитора последней инстанции. Отличительной чертой кредитного ослабления является то, что в США например, оно распространилось на небанковские организации, отразив тенденцию более существенного роста небанковского финансового сектора по сравнению с банковским.

О масштабах политики CE может говорить следующая статистика. За период с 2007 г. по 2010 г. размер и структура активной части баланса ФРС очень сильно менялись. Начальная экспансия ФРС была проведена посредством развертывания программ по предоставлению кредитной поддержки и ликвидности для различных финансовых институтов. За январь — июль

2007 г. сумма этих показателей составила в среднем 30,5 млрд. долл. США, однако в декабре 2008 г. она равнялась 1 944,8 млрд. долл. США. В дальнейшем данная категория активов значительно снизилась, составив в марте 2010 г. в целом 117,6 млрд. долл. США.

Система монетарной политики

Анализ научной литературы показывает, что процентная политика и обязательства по выполнению конечных целей являются, вероятно, одними из важнейших инструментов монетарной политики. Но на выполнение каких целей данные инструменты должны быть направлены? В течение финансово-экономического кризиса, по мнению экономистов, представляющих центральные банки ряда развитых и развивающихся стран, наиболее успешным режимом монетарной политики в целом может быть названо гибкое инфляционное таргетирование.

В одной из своих работ Л. Свенссон обобщил многие характерные черты данного режима монетарной политики и предоставил рекомендации для реализации монетарной политики, направленной на достижение низкой и стабильной инфляции, а также на минимизацию колебаний экономической активности [2]. Кстатии, в названии режима “гибкое инфляционное таргетирование” отражены основные отличительные моменты: превосходство инфляции как единственной цели монетарной политики и гибкость в нахождении компромисса между контролем над инфляцией и стабильностью экономической активности. При этом предполагается, что жесткое инфляционное таргетирование с присущей ему исключительной ориентацией на стабилизацию инфляции является слишком “дорогим” режимом для достижения основных социально-экономических целей.

Гибкое инфляционное таргетирование в основном определяется как режим монетарной политики, направленный на стабилизацию инфляции вокруг низкого целевого уровня и стабилизацию реальной экономической активности, определяемой разрывом выпуска. В академических работах данный режим моделируется в предположении, что центральный банк реализует монетарную политику посредством минимизации квадратичной функции потерь, имеющей форму

$$\sum_{i=0}^{\beta} [(\pi_{t+i} - \pi^*)^2 + \lambda x_{t+i}^2], \quad (6)$$

где π_t — инфляция;

π^* — цель по инфляции;

x_t — разрыв выпуска.

Уравнение (6) может представлять целевую функцию как для формальных режимов инфляционного таргетирования, так и для центральных банков (например, ФРС), уделяющих особое внимание и другим реальным переменным (в дополнение к инфляции).

Конечно, квадратичная функция потерь в форме уравнения (6) использовалась гораздо раньше периода появления и развития инфляционного таргетирования. Такая функция играла ключевую роль в моделях временной несогласованности оптимальной монетарной политики, которые в течение 1980-х и 1990-х гг. были направлены на объяснение высоких темпов инфляции, наблюдавшихся во многих странах в конце 1960-х гг. В последующем описанная выше функция потерь заслужила положительные оценки при ее ис-

пользовании в качестве соответствующего представляемых фактических целей проводимой политики.

До начала последнего мирового экономического кризиса инфляционное таргетирование являлось широко признанным в качестве успешного режима монетарной политики. Экономике, реализующие данный режим, достигли определенно высоких результатов в поддержании низких и стабильных темпов инфляции без увеличения волатильности выпуска (чего ожидали критики). Впрочем, финансовый кризис заставил задуматься о будущем инфляционного таргетирования.

Изначально среди экономистов поднимался вопрос касательно того, что центральные банки, жестко таргетирующие инфляцию, игнорируют ряд реальных целевых показателей, таких как разрыв выпуска. Представители ФРС, например, не желающие адаптировать инфляционное таргетирование, ссылались на двойное обязательство — поддержание ценовой стабильности и максимально устойчивой занятости населения. При этом, по их мнению, второе обязательство в условиях жесткого инфляционного таргетирования не будет выполняться. Вместе с тем К. Волш в своем исследовании указал, что эмпирические данные не подтверждают эту точку зрения, по крайней мере, в отношении волатильности выпуска [6]. В странах, таргетирующих инфляцию, не наблюдалось фактов большей нестабильности реальных экономических показателей по сравнению с другими. Тем не менее существует мнение, что монетарная политика, которая акцентирует внимание лишь на стабильности инфляции и разрыве выпуска, при определенном пренебрежении к финансовым искажениям может вызвать развитие кризисных явлений на финансовых рынках. Однако хотелось бы заметить, что данное утверждение можно распространить не только на центральные банки, таргетирующие инфляцию.

Согласно мнению многих экономистов [6, 7] введение инфляционного таргетирования в развивающихся рыночных экономиках способствовало улучшению динамики инфляции и реальных макроэкономических переменных. Тем не менее для стран с высоким доходом такой эффект, вероятно, является менее очевидным. Можно с определенностью говорить о том, что реализация данного режима монетарной политики не содействовала увеличению волатильности реальных показателей экономической активности.

Кроме того, одной из основных проблем монетарной политики в 2006—2007 гг. являлся потенциальный инфляционный эффект драматического роста цен на товары. С. Роджер в своей работе пришел к выводу, что экономика, таргетирующая инфляцию, смогли успешно минимизировать воздействие всплеска цен на товары в 2007 г. Среди стран с низким доходом и не таргетирующих инфляцию рост индекса цен был выше, чем у аналогичных экономик, целью монетарной политики которых являлся ценовой показатель. Вместе с тем в обеих группах стран наблюдалось аналогичное падение выпуска. В странах с высоким уровнем доходов и таргетирующих инфляцию имело место меньшее падение экономического роста и меньший рост инфляции по сравнению с экономиками, применяющими иной режим монетарной политики [7]. Последствия мирового финансово-экономического кризиса привели к тому, что некоторые центральные банки усомнились в эффективности использования того или иного режи-

ма денежно-кредитной политики, в том числе и инфляционного таргетирования. При этом будет несправедливым искать корни разразившегося кризиса в экономических, таргетирующих инфляцию. Широко известно, что начало кризиса было положено в США, чьи монетарные власти официально не являются приверженцами вышеупомянутого режима.

Если рассматривать мировой экономический кризис главным образом как негативный шок совокупного спроса, влекущий падение выпуска и инфляции, то даже центральный банк, строго таргетирующий инфляцию, будет реагировать на этот вызов посредством реализации сбалансированной экспансионистской политики с целью предотвращения краха совокупных расходов. При этом необходимость в нейтрализации монетарными властями влияния изменения естественной процентной ставки не зависит от предположения каких-либо определенных коэффициентов при целевых реальных переменных или инфляции в целевой функции центрального банка. Вариант, при котором шоки естественной реальной процентной ставки могут быть лишь частично нейтрализованы, возникает в случае, если центральный банк предпочитает ограничить колебания своей процентной ставки. В такой ситуации политическая процентная ставка в основном будет изменяться очень медленно с целью предотвращения шоков реальной ставки на реальный сектор экономики. Однако стандартным аргументом за снижение волатильности процентной ставки является желание монетарных властей снизить нестабильность финансового рынка. В этой связи можно сделать вывод, что центральные банки, таргетирующие инфляцию, все-таки не являются равнодушными к состоянию финансового рынка.

В действительности банки, таргетирующие инфляцию, достигли достаточно хороших результатов в преодолении кризиса. В *таблице 1* представлена динамика основных макропеременных по 33 странам с высоким доходом на душу населения, большая часть из которых таргетирует инфляцию.

Таблица 1

Темпы прироста реального ВВП и ИПЦ (%)

Реальный ВВП			
Период	Все страны	IT-страны	НIT-страны
1995—2007	3,75	3,77	3,69
2008—2009	-1,32	-1,00	-2,52
2008—2010	-0,17	-0,05	-0,65
ИПЦ			
Период	Все страны	IT-страны	НIT-страны
1995—2007	2,79	2,94	2,25
2008—2009	2,57	2,64	2,32
2008—2010	2,38	2,45	2,12

Источник: расчеты автора на основе [8].

IT-страны — страны, центральные банки которых таргетируют инфляцию;

НIT-страны — страны, центральные банки которых реализуют иной режим монетарной политики.

Согласно *таблице 1* на временных интервалах 2008—2009 гг. и 2008—2010 гг. в совокупности IT-страны и NIT-страны имели достаточно резкое падение реального выпуска, в отдельности IT-страны показали относительно неплохой результат — в среднем на периоде 2008—2010 гг. падение реального экономического роста составило минус 0,05%.

Интересным является тот факт, что на рассматриваемых временных интервалах среднегодовая инфляция в странах, таргетирующих инфляцию, была выше, чем в других экономиках. Кроме того, на периоде 2008—2010 гг. для IT-стран инфляция будет выше, чем в 1995—2007 гг., а в NIT-странах — ниже. Как минимум, данные показывают, что страны, таргетирующие инфляцию, не имели большего падения выпуска по сравнению с остальными.

Несмотря на достигнутый относительный успех, рядом экономистов были предложены меры по реформированию и замещению инфляционного таргетирования.

Одно из предложений для развитых стран касалось *увеличения цели по инфляции*. До начала последнего мирового финансово-экономического кризиса среди наиболее успешных в таргетировании инфляции стран (с высоким уровнем дохода) существовала единая точка зрения, согласно которой цель по инфляции должна находиться в диапазоне 1—3% (*таблица 2*). Развивающиеся страны, как правило, выбирают в среднем более высокие цели по инфляции. При этом среди 26 стран, таргетирующих инфляцию, только 5 имели коридор более широкий, чем ± 1 процентный пункт от целевой траектории (*таблица 2*). Например, Банк Кореи в настоящее время поддерживает цель по инфляции $3\% \pm 1$.

Вместе с тем центральные банки, которые неформально адаптировали инфляционное таргетирование, также имеют цель по инфляции в диапазоне 1—3%. Например, ФРС, не объявляющая формальной цели по инфляции, имеет долгосрочный прогноз членов Федерального комитета по открытым рынкам (FOMC) по инфляции (ИПЦ) на уровне 1,5—2%. В данном случае этот прогноз будет разумно интерпретировать как эквивалент неявной цели по инфляции. ЕЦБ также публично объявил, что инфляция должна оставаться на уровне 2% или ниже.

По мнению ряда экономистов, представляющих экономики развитых стран (IT-стран), которые столкнулись с проблемой достижения нулевой нижней границы по процентным ставкам, накладывающей ограничения на возможность применения инструментов монетарной политики, денежно-кредитным властям следует внести корректировку в реализацию политики — повысить среднюю цель по инфляции. В одном из исследований было выявлено, что почти в 10% из всех случаев в экономиках с целью по инфляции на уровне 1% непременно достигалась нулевая граница по ставкам. Однако вероятность достижения нулевой границы по ставкам падает с увеличением вышеназванной цели [9]. Кроме того, исследователями было высказано мнение, что более эффективной стратегией ухода от достижения нулевой нижней границы по процентным ставкам являлось бы снижение рисков по другим основным шокам совокупного спроса. Более совершенное регулирование финансового рынка наряду с более активной реакцией монетарной поли-

Таблица 2

Государства, таргетирующие инфляцию

	Год введения IT	Инфляция, 2009 год (%)	Инфляция, 2010 год (%)	Цель по инфляции	Ширина коридора (п.п.)	+/-
Новая Зеландия	1990	2,1	2,3	2	2	Нет
Канада	1991	0,3	1,8	2	2	Да
Великобритания	1992	2,1	3,3	2	2	Да
Швеция	1993	2,0	1,9	2	2	Да
Австралия	1993	1,8	2,8	2,5	1	Нет
Чехия	1997	1,0	1,5	3	2	Да
Израиль	1997	3,3	2,7	2	2	Да
Польша	1998	3,5	2,6	2,5	2	Да
Бразилия	1999	4,9	5,0	4,5	4	Да
Чили	1999	1,7	1,5	3	2	Да
Колумбия	1999	4,2	2,3	3	2	Нет
ЮАР	2000	7,1	4,3	4,5	3	Нет
Таиланд	2000	-0,9	3,3	1,75	2,5	Нет
Южная Корея	2001	2,8	3,0	3	2	Да
Мексика	2001	5,3	4,2	3	2	Да
Исландия	2001	12,0	5,4	2,5	3	Да
Норвегия	2001	2,2	2,4	2,2	2	Да
Венгрия	2001	4,2	4,9	3	2	Да
Перу	2002	2,9	1,5	2	2	Да
Филиппины	2002	3,2	3,8	4,5	2	Да
Гватемала	2005	1,9	3,9	5	2	Да
Индонезия	2005	4,8	5,1	5	2	Нет
Румыния	2005	5,6	6,1	3,5	2	Да
Турция	2006	6,3	8,6	6,5	2	Да
Сербия	2006	8,1	6,2	6	4	Нет
Гана	2007	19,3	10,7	14,5	2	Да

Примечание. Столбец +/- показывает, устанавливает ли центральный банк цель с симметричным коридором вокруг середины.

Источник: [7, 8].

тики на возникающие финансовые диспропорции могли бы снизить шансы достижения процентных ставок, близких к нулю.

При рассмотрении вопроса об увеличении цели по инфляции необходимо отметить, что последние 20 лет центральные банки развитых и большинства успешных развивающихся экономик стремились снизить инфляцию и добиться доверия экономических агентов с целью поддержания низких и стабильных темпов роста цен. Наряду с этим стабильность инфляционных ожиданий являлась отличительной чертой последнего кризиса. Причем в более ранние периоды, когда обязательства центральных банков по поддержанию низкой и стабильной инфляции выполнялись не в полной мере, стабильность ожиданий роста цен была не такая очевидная. Вместе с тем в случае увеличения цели по инфляции доверие экономических

агентов и стабильность инфляционных ожиданий могут быть поставлены под угрозу.

Другим проблемным вопросом при реализации инфляционного таргетирования является включение наравне со стабильностью инфляции и выпуска дополнительных целевых индикаторов. Стоит заметить, что теоретическое объяснение для концепции гибкого инфляционного таргетирования было основано на моделях, в которых стабилизация разрыва инфляции и разрыва выпуска достигалась посредством минимизации диспропорций в экономике. В ситуациях, когда появляются новые искажения, политика, направленная на минимизацию издержек экономических колебаний, вероятно, нуждается в дополнении другими целями. Например, когда номинальные зарплаты являются жесткими, оптимальная политика должна рассматривать в качестве основных факторов как разрыв заработной платы, так и разрыв инфляции. Последние исследования показали, что несовершенства на рынках кредитов и труда призывают центральные банки учитывать как раз дополнительные цели политики. Рассмотрим наиболее распространенные примеры.

Несовершенства на рынке кредитов. Финансово-экономический кризис по совершенно очевидным причинам стал генератором большого количества исследовательских работ, рассматривающих значение несовершенств кредитного рынка для монетарной политики.

Большинство исследований по данному вопросу строится на модели агентских издержек Бернанке — Гертлера [10] и модели финансового акселератора Бернанке — Гертлера — Гилкриста [11]. Согласно данным моделям асимметричность информации между заемщиками и кредиторами может породить разрыв между ставками кредитора и альтернативными издержками размещения финансовых средств, причем такой разрыв находится под влиянием операций, связанных с изменениями балансов экономических агентов и цен на активы. Если цены на активы и денежные потоки двигаются проциклично, то в периоды бумов агентские издержки падают, а при замедлениях экономического роста — возрастают. Получается, что рецессия, ухудшающая балансы экономических агентов, также увеличивает спрэды по кредитам, усиливая эффекты первоначального источника циклических колебаний. Кроме того, существует так называемая премия за внешнее финансирование, представляющая собой разницу между стоимостью внешнего и внутреннего финансирования, которая обратно зависит от величины чистого богатства заемщика. Центральные банки, устанавливая свои основные процентные ставки, изменяют в итоге чистое богатство заемщика и, как следствие, воздействуют на реальную экономику. Таким образом, можно говорить, что в определенных условиях канал баланса активов и пассивов может быть достаточно важным инструментом воздействия монетарной политики на реальный сектор.

Роль цен на активы. До начала кризиса среди исследователей велись активные дебаты относительно роли цен на активы при управлении монетарной политикой, однако общую точку зрения сформулировали Б. Бернанке и М. Гертлер: “Изменения цен на активы будут воздействовать на монетарную политику

только в той степени, в которой они влияют на осуществляемый центральным банком прогноз по инфляции” [12]. Бернанке и Гертлер отметили другую ситуацию, при которой цены на активы могут быть значимыми: если на реальные процентные ставки оказывали воздействие возмущения финансового рынка, то процентную ставку центрального банка (основной инструмент монетарных властей) необходимо корректировать с целью упреждения эффекта таких возмущений на инфляцию или разрыв выпуска.

Рассмотрим проблему минимизации выражения (6) при заданной структуре экономики посредством уравнений (1) и (2). Оптимальная политика может быть охарактеризована через правило таргетирования в форме

$$\pi_t + \left(\frac{\lambda}{k}\right)(x_t - x_{t-1}) = 0. \quad (7)$$

Если действия монетарных властей влияют на экономику с лагом, то оптимальная политика включает в себя корректировку инструмента в целях обеспечения ожидаемого значения данного условия, или

$$E_t \left[\pi_{t+i} + \left(\frac{\lambda}{k}\right)(x_{t+i} - x_{t+i-1}) \right] = 0. \quad (8)$$

Получаем, что любая переменная z_t , отличная от инфляции и разрыва выпуска, является значимой для оптимальной монетарной политики в двух случаях: если с учетом исторической динамики инфляции и разрыва выпуска z_t является причиной по Грэнджеру для инфляции или разрыва выпуска, то z_t может быть использована для прогнозирования переменных, входящих в оптимальное правило таргетирования (8); если, например, используя (1) и принимая во внимание историческую динамику инфляции и разрыва выпуска, z_t является причиной по Грэнджеру для естественной реальной процентной ставки, то она значима для установления инструмента монетарной политики в соответствии с уравнением (8). Такого рода логика может применяться к ценам на активы и к другим переменным, на которые центральным банкам необходимо обратить повышенное внимание.

Что касается прогноза инфляции или выпуска, то следует заметить, что эмпирические исследования не установили доказательств значимости финансовых переменных для данного процесса. Например, в работе [13] авторы делают вывод, что для ряда государств на определенных временных интервалах цены на активы являются лишь полезными индикаторами при прогнозе инфляции и/или выпуска. Таким образом, несмотря на то, что цены на активы могут быть в принципе среди макропеременных, на которые следует центральному банку обращать внимание, в действительности наличие у данных переменных ограниченных способностей прогнозирования рассматривается как их незначимость в процессе осуществления прогноза для базовых целей монетарной политики.

В альтернативных исследованиях экономисты рассматривают вопрос о том, приведет ли добавление цен на акции в простое правило монетарной политики (например, аналогичных правилу Тэйлора) к улучшению результатов поведения инфляции и разрыва выпуска (их стабильности). Кроме того, анализируется реакция монетарных властей на изменение цен финансовых активов и их влияние на результаты монетарной

политики. В литературе, посвященной данному вопросу, делается вывод, что даже при использовании модели с различными несовершенствами кредитного рынка цены на финансовые активы могут быть свободно проигнорированы. Например, Б. Бернанке и М. Гертлер оценили правило монетарной политики в модели с финансовыми несовершенствами и установили, что имеется лишь небольшая значимость реакции на цены данных активов [12]. Аналогично в работе [14] было установлено, что правило таргетирования вида (7), игнорирующее несовершенства кредитного рынка, практически во всех случаях является достаточно стабильным.

Сегментация финансового рынка. Иная форма финансового несовершенства возникает при сегментации рынка финансов. Один из видов такой сегментации связан с проблемой ограниченного участия экономических агентов на финансовых рынках. Например, в типичной модели с ограниченным участием одна группа экономических агентов по сравнению с другими имеет доступ к относительно небольшому объему информации о текущей экономической ситуации. Ограничения по доступу к информации ведут в свою очередь к ограничениям по принятию решений, касающихся портфеля активов. Это в особенности свойственно домашним хозяйствам, которые, как предполагается, решают вопрос о своем финансовом выборе (решение о портфеле активов) до того, как идентифицируют текущие шоки (например, шок производительности или шок монетарной политики). Монетарные шоки, например, оказывают реальный эффект на процентные ставки и цены финансовых активов, в результате чего происходит наложение ограничений на возможности агентов участвовать в определенных типах финансовых транзакций.

Наличие ряда ограничений на финансовом рынке может привести к тому, что вливание денег через операции на открытом рынке создаст разницу между стоимостью денег на руках домохозяйств и стоимостью денег на финансовом рынке. Стандартные модели с ограниченным участием предполагают, что фирмы должны занимать средства для финансирования фонда заработной платы, при этом соответствующие предельные издержки труда для фирм равны производству реальной заработной платы и ставки процента по кредиту. Таким образом, снижение процентной ставки (например, вследствие эмиссии и снижения стоимости денежных средств на открытом рынке) уменьшает предельные издержки труда и, соответственно, увеличивается спрос на труд. В результате равновесный уровень занятости и выпуска увеличивается.

Если λ_1 есть стоимость денег на товарном рынке, а λ_2 — стоимость денег на финансовом рынке, то стандартная модель с ограниченным участием подразумевает, что лог-линеаризованная кривая IS с учетом ожиданий представляется в виде:

$$c_t = E_n c_{t+1} - \left(\frac{1}{\sigma}\right) (i_t - E_n \pi_{t+1}) - \left(\frac{1}{\sigma \bar{C}}\right) (\lambda_{1t} - \lambda_{2t}),$$

где \bar{C} — потребление в устойчивом состоянии.

Данное выражение без учета последнего члена будет представлять стандартное условие Эйлера, связывающее предельную полезность потребления в периоды t и $t+1$ с реальным доходом по финансовым активам. Однако отличительной чертой представленного

выше выражения по сравнению с уравнением (1) является то, что если стоимость наличных денег на рынке товаров отличается от их же стоимости на кредитном рынке ($\lambda_{2t} - \lambda_{1t} \neq 0$), создается разрыв между текущей предельной полезностью потребления и ее будущей ценностью, скорректированной на ожидаемый реальный доход. Как следствие, финансовые факторы влияют на текущие совокупные расходы, то есть изменения в финансовом секторе могут иметь прямой эффект на спрос. В результате классическая дихотомия между реальными и монетарными факторами, которые характеризуют стандартную неокейнсианскую модель, может быть нарушена.

Финансовые несовершенства, обусловленные агентскими издержками и сегментацией рынка, могут взаимодействовать. Большинство моделей сфокусировано на несовершенствах между кредиторами и фирмами, однако с развитием последнего кризиса акцент начал смещаться в сторону движения финансовых потоков между финансовыми институтами. Это предполагает, что посредники также будут иметь определенные сложности с привлечением средств от других финансовых посредников, например, на межбанковском рынке. В работе [15] авторы показали, как подрыв межбанковского рынка может влиять на реальную экономическую активность, заставляя финансовые рынки становиться более сегментированными, а также осуществлять неэффективное размещение средств среди финансовых посредников и, как следствие, среди фирм.

Таким образом, можно еще раз подчеркнуть, что стандартные неокейнсианские модели для целей монетарной политики, ставшие основой для многих современных исследований, делают акцент на ценовой стабильности и стабильности экономического роста, причем центральный банк в них действует, как правило, через канал процентной ставки. Искажения, принимаемые во внимание денежно-кредитными властями, в базовых версиях данных моделей возникают в результате наличия жесткости цен и заработных плат, поэтому неудивительно, что монетарная политика в неокейнсианских моделях стремится устранить эти искажения посредством стабилизации цен. Но хотелось бы заметить, что все-таки в некоторых случаях исключаются любых других искажений, например, несовершенств финансового сектора, сектора финансовых посредников, может привести к квазиоптимальным результатам.

Таким образом, можно утверждать, что в условиях множественности различных искажений и несовершенств, присутствующих в том числе и на финансовых рынках, центральным банкам необходимо иметь достаточно широкий набор инструментов для качественного анализа текущей ситуации, прогноза, проектирования политики и достижения поставленных целей. При этом, несмотря на то, что во время последнего экономического кризиса монетарными властями различных стран применялись такие нестандартные подходы (наряду со стандартными средствами реализации политики), как выкуп активов частного сектора или операции по управлению государственным долгом, использование системы каналов воздействия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а также политика управления резервными требованиями и процентными ставками, по всей веро-

ятности, останутся в качестве основных инструментов большинства центральных банков.

По мнению ряда исследователей, эффективность нетрадиционной монетарной политики (например, смягчение условий кредитования) зависит от того, в какой степени финансовые активы являются несовершенными субститутами или от того, насколько финансовые рынки являются сегментированными. Вышеназванные два аспекта финансовых рынков еще не в полной мере осознаны многими экономистами и монетарными властями. Однако становится очевидным, что модели экономики следующего поколения будут включать несовершенство финансового рынка гораздо шире. На сегодняшний день остаются неразрешенными и открытыми вопросы поиска источников финансовых шоков и механизмов эффективной реакции на них. То же самое можно сказать и о несовершенствах рынка труда, возникающих в результате жесткости номинальных заработных плат или по причине наличия несовершенств в процессе поиска и подбора кадров.

С точки зрения центральных банков, процентная политика, вероятно, является слишком "грубым" инструментом при работе над регулированием финансовой стабильности и роста цен на активы. По мнению

экономистов, представляющих монетарные власти, данные вопросы лучше всего решать через хорошо спланированную и организованную регулятивную политику. Тем не менее с определенной долей уверенности можно говорить, что даже при наличии адекватного регулирования финансового сектора несовершенная информация наряду с проблемами морального риска и неблагоприятного выбора на финансовых рынках в какой-то степени остается источником искажений, воздействующих на соответствующие цели монетарной политики.

Современный финансово-экономический кризис и его последствия показали, что перед центральными банками стоят новые задачи: выработка мер, направленных на совершенствование существующих режимов монетарной политики, адаптация новых, более эффективных режимов, разработка адекватного действительности аппарата, который позволит моделировать и анализировать воздействие денежно-кредитной политики на экономику с учетом процессов, происходящих в том числе и на финансовых рынках.

* * *

Материал поступил 31.08.2011.

Источники:

1. Goodfriend, M. *How the World Achieved Consensus on Monetary Policy* / M. Goodfriend // *Journal of Economic Perspectives*. — 2007. — Vol. 21(4). P. 47—68.
2. Svensson, L.E.O. *Monetary Policy and Real Stabilization* / L.E.O. Svensson // *Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, Rethinking Stabilization Policy*. — 2002. — P. 261—312.
3. Adams, K. *Optimal Monetary Policy under Commitment with a Zero Bound on Nominal Interest Rates* / K. Adams and R.M. Billi // *Journal of Money, Credit, and Banking*. — 2006. — Vol. 39(7). — P. 1877—1905.
4. Eggertsson, G.B. *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy* / G.B. Eggertsson and M. Woodford // *Brookings Papers on Economic Activity*. — 2003. — Vol. 1. — P. 139—211.
5. Nakov, A. *Optimal and Simple Monetary Policy Rules with Zero Floor on the Nominal Interest Rate* / A. Nakov // *International Journal of Central Banking*. — 2008. — Vol. 4(2). — P. 73—128.
6. Walsh, C.E. *Inflation Targeting: What Have We Learned* / C.E. Walsh // *The John Kuzsyczak Memorial Lecture, The Bank of Canada, International Finance*. — 2009. — Vol. 12(2). P. 195—233.
7. Roger, S. *Inflation Targeting Turns 20* / S. Roger // *Finance and Development*. — 2010. — March. — P. 46—49.
8. *World Economic Outlook* // *International Monetary Fund* [Электронный ресурс]. — 2011. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx> — Дата доступа: 10.08.2011.
9. Reifschneider, D. *Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era* / D. Reifschneider and J. Williams // *Journal of Money, Credit, and Banking*. — 2000. — Vol. 32(4). — P. 936—966.
10. Bernanke, B.S. *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations* / B.S. Bernanke and M. Gertler // *American Economic Review*. — 1989. — Vol. 79(1). — P. 14—31.
11. Bernanke, B.S. *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework* / B.S. Bernanke, M. Gertler, and S. Gilchrist. — J.B. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*. — Vol. 1. — Amsterdam: Elsevier North-Holland, 1999. — P. 1341—1393.
12. Bernanke, B.S. *How Should Central Bankers Respond to Asset Prices?* / B.S. Bernanke and M. Gertler // *American Economic Review Papers and Proceedings*. — 2001. — Vol. 91(2). — P. 253—257.
13. Stock, J.H. *Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices* / J.H. Stock and M.W. Watson // *Journal of Economic Literature*. — 2003. — Vol. 41. — P. 788—829.
14. Cúrdia, V. *Credit Frictions and Optimal Monetary Policy* / V. Cúrdia and M. Woodford // *Columbia University Discussion Papers*. — 2008. — 21 p.
15. Gertler, M. *Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis* / M. Gertler and N. Kiyotaki // *NYU and Princeton*. — 2009. — 49 p.