

*...независимость Центрального банка
— это, безусловно, важнейшая предпосылка,
важнейший фактор, который определяет
макроэкономическую стабильность и в
конечном счете устойчивый долгосрочный
рост, и в конечном счете — благосостояние
граждан.*

Эльвира Набиуллина

Баженов Г.А.

Теоретические основы традиционной монетарной политики

Сегодня ключевой целью монетарной политики является стабильная и низкая инфляция. Традиционный инструментарий ЦБ позволяет достигать этой цели в среднесрочном периоде. В условиях экономического цикла, монетарная политика может способствовать как стимулированию совокупного спроса (рецессионный разрыв выпуска), так и его остужению (инфляционный разрыв выпуска). И в том, и в другом случае денежно-кредитная политика направлена на устранение краткосрочных колебаний и достижение среднесрочной цели.

В условиях двухуровневой банковской системы с низким уровнем развития финансовых рынков предложение денег может быть представлено в качестве произведения денежной базы (H) и денежного мультипликатора, понимаемого как способность банковской системы создавать из денежной базы денежную массу (M). Величина мультипликатора обратно пропорциональна доле наличных средств (c) в экономике и доле резервов (rr) от общего объема ликвидности, находящейся в банковском секторе. Таким образом, общее предложение денег:

$$M^s = \frac{1}{c+rr(1-c)} H$$

Спрос на деньги прямо пропорционален доходу (Y) и обратно пропорционален ставке процента (i), т.е.:

$$M^d = YL(i)$$

Денежный рынок находится в равновесии тогда, когда спрос на деньги равен денежному предложению:

$$M^d = M^s \leftrightarrow YL(i) = \frac{1}{c+rr(1-c)} H$$

Таким образом, если финансовые рынки развиты слабо, ключевыми инструментами монетарной политики Центробанка становятся:

- Операции на открытом рынке (покупка или продажа краткосрочных активов на или с баланса ЦБ), которые позволяют менять значение денежной базы, что при условии стабильного мультипликатора и спроса на деньги один к одному будет приводить к изменению денежной массы;
- Изменение нормы резервов, приводящее к повышению или снижению мультипликатора, что уменьшает или увеличивает денежную массу в экономику.

Фактически, в данных условиях действия ЦБ направлены на таргетирование значения денежной массы, а ставка процента – лишь производная от соответствующих изменений.

Однако по мере развития банковского сектора и повышения роли финансовых рынков в экономике спрос на деньги становится все более волатильным и все менее предсказуемым, что в свою очередь затрудняет использование правил, направленных на таргетирование денежной массы.

На практике (особенно в течение последних 30 лет) ЦБ проводят монетарную политику, не устанавливая определенный уровень денежной базы (хотя инструментарий изменения резервов и покупки/продажи на открытом рынке также может применяться), а обеспечивая любое необходимое количество ликвидности для установления краткосрочной ставки процента на таргетируемом уровне. Процентная ставка (в случае России – ключевая ставка) устанавливается с учетом инфляционной динамики. Современные модели предполагают монетарные правила, позволяющие выбрать такой размер номинальной процентной ставки, который будет способствовать возвращению инфляции к желаемому уровню.

Например, согласно правилу Тейлора¹:

$$i_t = r_e + \pi_t + \beta_\pi(\pi_t - \pi^T) + \beta_y(y_t - y_e), \text{ где}$$

- i_t – номинальная ставка процента в момент времени t ,
- r_e – нейтральная ставка процента в экономике (ставка процента, соответствующая достижению потенциального уровня выпуска,
- π_t – уровень инфляции в момент времени t ,
- π^T – таргет по инфляции,
- y_t – уровень выпуска в момент времени t ,
- y_e – потенциальный (естественный) уровень выпуска,
- β_π – коэффициент, характеризующий значимость инфляции для ЦБ в процессе установления ставки,
- β_y – коэффициент, характеризующий значимость выпуска и занятости для ЦБ в процессе установления ставки.

Одним из наиболее популярных режимов денежно-кредитной политики сегодня является таргетирование инфляции. Под инфляционным таргетированием понимается режим монетарной политики, при котором выполнены следующие условия²:

- Центральный банк публично оглашает среднесрочные целевые показатели инфляции, которые он намерен достичь.
- Ценовая стабильность признается первоочередной целью монетарной политики.
- Схема принятия решений по установлению конкретных параметров для инструментов денежно-кредитной политики включает не только валютный курс или денежные агрегаты, но и иные макроэкономические показатели.
- Денежные власти постоянно информируют общественность о своих решениях и их причинах.
- Денежные власти несут ответственность перед обществом по обязательствам, связанным с достижением целевых показателей инфляции.

В современных условиях достижение среднесрочных и долгосрочных целей монетарной политики считается невозможным без независимости ЦБ. В свою очередь решающую роль в способности достигать целей монетарной политики играют инфляционные ожидания.

¹ Формула, устанавливающая, как ЦБ должен изменять ставку процента в ответ на различные экономические шоки, называется правилом Тейлора. Впервые было предложено в 1993 году профессором Стэнфордского университета Джоном Тейлором в статье «Дискреционная политика против политики правил на практике», в которой он анализировал поведение ФРС.

² Источник: Ф. Картаев. Как инфляционное таргетирование влияет на экономический рост. URL: <https://clck.ru/36hmE6>

Инфляционные ожидания и независимость ЦБ.

Различают адаптивные и рациональные инфляционные ожидания (π^e). Первые формируются под влиянием инфляции предшествующего периода. Иными словами:

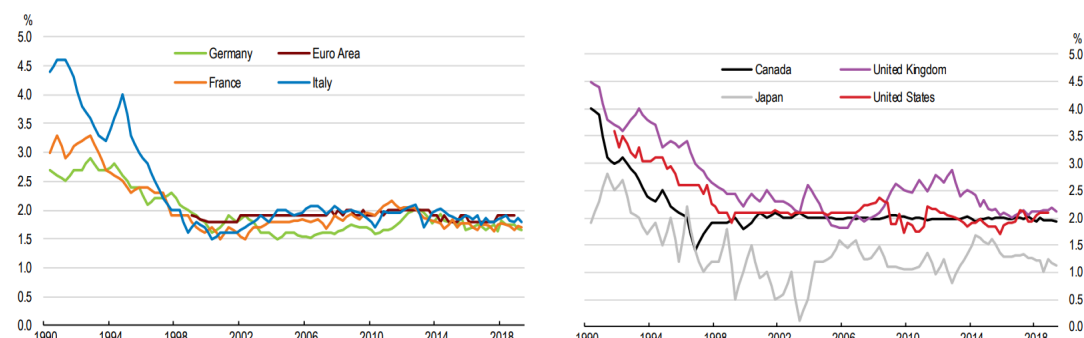
$$\pi^e = \pi_{t-1}$$

В случае рациональных ожиданий агенты учитывают всю информацию о происходящем в экономике и поэтому их ожидания основаны в том числе на способности ЦБ достигать поставленных целей (π^T – таргет ЦБ). Таким образом:

$$\pi^e = \pi^T$$

Если инфляционные ожидания в экономике соответствуют таргету ЦБ, ожидания считаются заякоренными. Данные, однако, показывают, что ожидания «заякориваются» постепенно, т.е. в процессе перехода к режиму таргетирования инфляции и заякориванием инфляционных ожиданий есть временной лаг. В периоды инфляционного всплеска при этом ожидания могут снова стать адаптивными. Следовательно, ожидания рациональны лишь частично

На горизонте 6-10 лет



На 1 год вперед

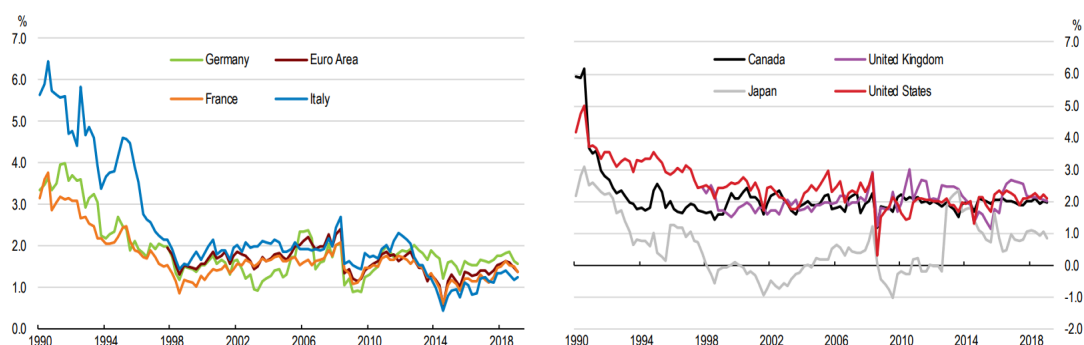


Рисунок 1. Прогнозируемый уровень инфляции (опросы экспертов).

Источник: Consensus Economics. URL: <https://www.consensuseconomics.com/>

В реальности инфляционные ожидания в экономике являются смешанными. Если долю населения $0 \leq \chi \leq 1$ составляют рациональные экономические агенты, доверяющие политике ЦБ, совокупные инфляционные ожидания принимают вид:

$$\pi^e = \chi \pi^T + (1 - \chi) \pi_{t-1}$$

Чем меньше доля χ , тем большая роль отводится стабилизационной политике ЦБ: чтобы изменились инфляционные ожидания доли $(1 - \chi)$ населения, нужно, чтобы инфляция снизилась в

реальности. Политика большинства ЦБ, таргетирующих инфляцию, направлена на закоривание ожиданий, то есть на увеличение параметра χ в инфляционных ожиданиях.

Для того, чтобы увеличить долю рациональных ожиданий в экономике, ЦБ необходимо иметь соответствующую репутацию, которую позволяет реализовать независимость центрального банка.

Идея о том, что центральный банк должен обладать независимостью от сиюминутных настроений правительства и влияния лоббистов, была сформирована еще в конце 70-х годов XX века. Долгосрочная ценовая стабильность и направленная на ее достижение последовательная денежно-кредитная политика должны при этом содействовать расширению деловой активности. Независимость центрального банка выступает гарантией того, что инфляция останется под контролем в течение всего делового цикла.

Под независимостью обычно понимают способность центрального банка самостоятельно принимать решения по денежно-кредитной политике. При этом ЦБ не должен подвергаться влиянию других заинтересованных лиц. А их довольно много: от министерств, которые хотели бы дешевого рефинансирования для своих отраслей, до банкиров, желающих избавиться от пристального надзора.

Таким образом, независимость центрального банка — это не только про независимость от правительства, но и независимость от банковского сообщества. Чтобы этого достичь требуется и независимая кадровая политика, и операционная независимость, и финансовая независимость. В общем, под независимостью ЦБ понимается операционная, кадровая и финансовая независимость ЦБ от правительства и банковского сектора.

На 2019 г. насчитывалось более 3200 книг по теме независимости центрального банка и порядка 1,5 млн исследований. Это одна из наиболее популярных тем политической экономии. Резюмировать результаты можно так.

Во-первых, независимые центральные банки лучше управляют инфляцией, чем те центробанки, которые напрямую зависят от политического цикла. Таким образом независимость ЦБ позволяет закорить инфляционные ожидания и удерживать инфляцию на уровне таргета. Более того, чем выше степень независимости ЦБ, тем менее волатильной является инфляция.

Во-вторых, независимый центральный банк дисциплинирует министерство финансов. Его взвешенная политика побуждает фискальные власти проводить более продуманную налогово-бюджетную политику, в том числе политику управления госдолгом, что укрепляет бюджетную устойчивость.

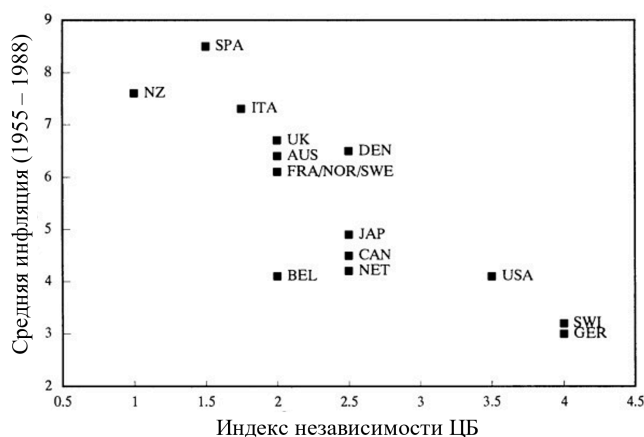


Рисунок 2. Соотношение средней инфляции (1955-1988) и индекса независимости ЦБ
Источник: Alberto Alesina, Lawrence H Summers (1993)

Но кроме ценовых и бюджетных эффектов, независимость центральных банков способствует и оздоровлению банковского сектора в целом. Так, уходят в прошлое так называемые кэптивные банки, т.е. банки, которые не ведут банковскую деятельность, а существуют только и исключительно для того, чтобы собирать ликвидность на рынке в интересах финансово-промышленных групп, которым такие банки и принадлежат.

Смешанная макроэкономическая политика: кейс США.

В 1992 году на пост президента США был избран Билл Клинтон. Он столкнулся с достаточно серьезной экономической проблемой. С одной стороны, дефицит федерального бюджета составлял 4,5% ВВП – второй крупнейший показатель со времен Второй мировой войны. С другой, экономика США только пережило рецессию, начавшуюся в следствие снижения потребительских настроений из-за военной кампании в Ираке. Необходимо было решить сложную задачу: провести бюджетную консолидацию так, чтобы не ввергнуть экономику США снова в рецессию.

Еще до выборов президента в США глава ФРС Алан Гринспен заявил о своем беспокойстве в связи с величиной бюджетного дефицита. Когда Клинтон был избран, Гринспен обозначил, что в ответ на фискальное сжатие, готов снижать ставку, чтобы тем самым поддержать экономику и сбалансировать эффекты смешанной макроэкономической политики. На основе сложившегося взаимопонимания в феврале 1993 года Клинтон направил в конгресс план бюджетной консолидации, который предполагал медленное снижение дефицита бюджета до 2,5% ВВП к 1998 году. В планах было и снижение государственных расходов, и повышение налогов. По мере снижения фискального дефицита, ФРС проводил монетарную экспансию, снижая ставки процента.

Результатом указанной смешанной политики был устойчивый рост ВВП при сокращении дефицита. Фактически, Клинтон – последний на сегодняшний день президент США, при котором в итоге наблюдался профицит федерального бюджета.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Дефицит бюджета в % ВВП	-3,3	-4,5	-3,8	-2,7	-2,4	-1,4	-0,3	0,8
Темп прироста ВВП	-0,9	2,7	2,3	3,4	2	2,7	3,9	3,7
Средняя ставка процента	7,3	5,5	3,7	3,3	5	5,6	5,2	4,8

Таблица 1. Динамика избранных макроэкономических параметров США (1991-1998)

Источник: Бюро экономического анализа, база данных FRED. URL: <https://www.bea.gov/> URL: <https://fred.stlouisfed.org/>

Независимость ЦБ: кейс Израиля

Вплоть до середины 70-х в Израиле наблюдалась достаточно низкая инфляция. Государственные финансы так же находились на стабильном уровне. Однако череда войн и отсутствие независимости ЦБ привели к макроэкономической нестабильности. Государственные расходы росли, дефицит бюджета прогрессировал и покрывался за счёт эмиссионного механизма.

В 1984 году, когда инфляция достигла почти 500% в год, премьером Израиля стал Шимон Перес. Во-первых, им был установлен жесткий контроль за государственными финансами, приватизированы убыточные государственные предприятия, заморожены заработные платы государственных служащих, а также прекращено эмиссионное финансирование дефицита бюджета. Итог: от дефицита бюджета в почти 15,5% в 1984 году, Израиль перешел к профициту в почти 3% в 1986.



Рисунок 3. Дефицит бюджета Израиля.

Источник: Bank of Israel. URL: <https://www.boi.org.il/en/>

Но этого было недостаточно. Доверия к шекелю не было, а экономика была сильно долларизована – люди бежали из нестабильной и не сохраняющей свою ценность валюты в то, что они считали стабильным активом. В 1984 году лишь 3% банковских депозитов были номинированы в шекелях. В общем, требовалось вернуть доверие к национальной валюте. Перес вернул независимость Центральному банку Израиля. До Переса ЦБ находился под контролем правительства и фактически обслуживал его нужды и потребности, что вылилось в неконтролируемую инфляцию.



Рисунок 4. Инфляция в Израиле.

Источник: Bank of Israel. URL: <https://www.gov.il/en>

Теперь Центральный банк действовал автономно и стремился в первую очередь выполнять свой мандат – контроль инфляции. И это дало свои плоды, использование доллара стало снижаться, а люди снова начали пользоваться шекелями. Параллельно была проведена деноминация национальной валюты и её ребрендинг (введен «Новый шекель») на фоне возвращения стабильности израильской экономики.

Дополнительный эффект в пользу использования нового шекеля вместо долларов дала девальвация первого с фиксацией на определенный период времени курса. Курс способствовал размену долларов на шекели. Затем, Израиль снова вернулся к плавающему курсу, когда со временем ситуация стабилизировалась.

Таким образом, Шимон Перес, проведя бюджетную консолидацию и вернув независимость ЦБ, способствовал становлению в Израиля макроэкономической стабильности.

Литература

Ф. Картаев (2019) Как инфляционное таргетирование влияет на экономический рост.

С. Моисеев (2019) Почему растёт давление на центральные банки

С. Моисеев (2008) Правила денежно-кредитной политики

О. Бланшар (2010) Макроэкономика

Alberto Alesina, Lawrence H Summers (1993) Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence

John B. Taylor (1993) Discretion versus policy rules in practice

Stanley Fischer (1987) The Israeli Stabilization Program, 1985-86

Nissan Liviatan (1988) Israel's stabilization program

International Monetary Fund (1990) The Role of Monetary Policy in Israel's 1985 Stabilization Effort