

ПЕРЕОСМЫСЛЕНИЕ ЦЕЛЕЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

Т.В. Цукарев

Национальный банк Республики Беларусь, tsukarev@nbrb.by

В течение последних трех лет центральные банки многих стран столкнулись с рядом достаточно сложных проблем, которые мало кто предвидел в середине первого десятилетия текущего столетия. Кризис финансовых рынков и наиболее глубокая мировая рецессия (сопровожаемые накладываемыми на традиционные инструменты монетарной политики ограничениями), которые постигли мировую экономику в 2008 году, 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. Ряд центральных банков в настоящее время начали задумываться о смене либо совершенствовании режимов денежно-кредитной политики. При этом стоит отметить, что отличительной характеристикой последнего кризиса является его глубина и сила негативного воздействия не только на развивающиеся экономики, но и на экономики развитых стран.

В течение десяти лет, предшествующих кризису, в мировой практике представители органов денежно-кредитного регулирования и экономисты из академической среды в большинстве своем имели единую точку зрения относительно целей и принципов реализации монетарной политики. В настоящее время практически в каждой исследовательской работе на тему денежно-кредитной политики можно заметить, что исследователи выделяют две основные цели монетарной политики: стабилизация инфляции вокруг некоторого низкого уровня и стабилизация реальной экономической активности. Кроме того, экономистами особая роль отводится доверию к центральному банку и транспарентности проводимой монетарной политики. Вместе с тем, среди желаемых целей денежно-кредитной политики может фигурировать и финансовая стабильность, причем до недавнего времени в моделях для анализа денежно-кредитной политики какие-либо предполагаемые финансовые трения считались незначимыми.

Традиционно в список основных инструментов монетарных властей, направленных на достижение целей, 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 несколько лет перечень инструментов значительно расширился. Стоит также заметить, что в течение экономического кризиса центральные банки наряду с традиционными инструментами использовали и нетрадиционные. В международной практике реализации монетарной политики (особенно в США) наиболее популярными нетрадиционными инструментами стали количественное смягчение (*quantitative easing*) и ослабление условий кредитования (*credit easing*). Первый тип инструмента центрального банка (из двух выше-названных) заключается в расширении денежного предложения путем, например, выкупа государственных облигаций и других финансовых активов. Второй тип нетрадиционных инструментов включает кредитование финансовых институтов, предоставление ликвидности определенным кредитным рынкам и покупка долгосрочных ценных бумаг. Первые две категории такой политики (кредитование финансовых институтов и предоставление ликвидности кредитному рынку) представляют собой традиционные функции центрального банка как кредитора последней инстанции.

До начала последнего мирового экономического кризиса широко признанным в качестве успешного режима монетарной политики являлось инфляционное таргетирование. Экономисты, реализующие данный режим, достигли определенно высоких результатов в поддержании низких и стабильных темпов инфляции без увеличения волатильности выпуска. Впрочем, финансовый кризис поднял новый вопрос о будущем таргетирования инфляции.

Изначально среди экономистов поднимался вопрос касательно того, что центральные банки, жестко таргетирующие инфляцию, игнорируют ряд реальных целевых показателей, таких как разрыв выпуска. Однако К.Волш в своем исследовании показал, что эмпирические данные не подтверждают данный факт, по крайней мере, в отношении волатильности выпуска [4]. В странах, таргетирующих инфляцию, не наблюдались факты большей нестабильности реальных экономических показателей по сравнению с другими. Тем не менее, существует мнение, что денежно-кредитная политика, которая акцентирует внимание лишь на стабильности инфляции и разрыве выпуска, при определенном пренебрежении к финансовым искажениям может поспособствовать

развитию кризисных явлений на финансовых рынках. Впрочем, данное утверждение можно распространить не только на центральные банки, таргетирующие инфляцию.

В этой связи следует сказать, что, несмотря на достигнутый относительный успех стран, таргетирующих инфляцию, рядом экономистов были предложены меры по реформированию, а также замещению данного режима монетарной политики.

Одним из таких предложений по корректировке общепринятых положений стало увеличение цели по инфляции. До начала мирового 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 процента. Развивающиеся страны, как правило, выбирают в среднем более высокие цели по инфляции. Экономисты, которые неформально адаптировали инфляционное таргетирование также имели цель по инфляции в диапазоне 1 – 3 процента. Вместе с тем, ряд исследователей пришли к выводу, что в кризисный период, когда высока вероятность достижения нулевой нижней границы по ставкам, более высокая цель по инфляции оставляет больше пространства для снижения процентных ставок. Однако, при рассмотрении вопроса об увеличении цели по инфляции важно помнить, что последние двадцать лет центральные банки стремились снизить инфляцию и добиться доверия экономических агентов с целью поддержания низких и стабильных темпов роста цен. Стабильность инфляционных ожиданий являлась отличительной чертой последнего кризиса. В данном случае, когда цель по инфляции возрастает, при наличии проблем у монетарных властей по выполнению взятых обязательств доверие экономических агентов может быть поставлено под угрозу.

Еще одним предложением по реформированию стандартных подходов при разработке монетарной политики является включение дополнительных целей наряду со стабильностью инфляции и разрывом выпуска. Последние исследования показали, что очевидные несовершенства (искажения) на рынках кредитов и труда призывают центральные банки учитывать также нетрадиционные цели денежно-кредитной политики.

В литературе, посвященной данному вопросу, даже когда используются модели с различного рода несовершенствами кредитного рынка, в основном делается вывод о том, что цены на активы могут быть 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 активов [1]. У.Демирел, например, установил, что несовершенства, связанные с издержками мониторинга на финансовых рынках, увеличивают коэффициент, который необходимо применить к условию стабилизации реальной экономической активности, по сравнению с коэффициентом при инфляции [2]. С другой стороны, некоторые исследования показали, что монетарной политике следует подавлять волатильность кредитных спрэдов, возникающую вследствие проявления несовершенств на финансовом рынке [3]. Иная форма финансового несовершенства возникает при сегментации рынка.

В этой связи, большое количество исследований сконцентрированы на изучении вопроса воздействия финансовых несовершенств на трансмиссионный процесс монетарной политики. Особое значение для совокупных расходов имеют колебания кредитных спрэдов и ограничения на заимствования, на которые монетарная политика может оказывать прямое воздействие. Искажения на финансовых рынках, генерирующие реальные эффекты монетарной политики, также означает, что финансовая стабильность может требовать выбор между целями инфляционной стабильности и стабильности реальной экономической активности. Кроме того, отдельный вопрос, широко обсуждаемый в последнее десятилетие, это дилемма о необходимости осуществления монетарными властями определенных действий против создания растущих пузырей цен на активы.

Несовершенства на рынке кредитов являются не единственным видом несовершенств, которые включаются в систему современных моделей для изучения целей монетарной политики. Достаточно большое количество литературы посвящено изучению несовершенств, характеризующих рынок труда. Здесь стоит заметить, что искажения на рынке труда могут сделать некоторые переменные соответствующими целевыми показателями для монетарной политики. Вместе с тем, как показывают эмпирические исследования, данные показатели являются не уровнем соответствующих переменных рынка труда, которые должны быть стабилизированы, а лишь их отклонение от точно определенного, но трудно поддающегося измерению, эффективного уровня (по аналогии с разрывом выпуска).

Стандартные неокейнсианские модели для целей монетарной политики делают акцент на ценовой стабильности и определяют цели, которые, как правило, характеризуются в терминах гибкого инфляционного таргетирования. Однако, единственное искажение, доступное действиям монетар-

ной политики, в основных версиях этих моделей возникают в результате наличия жесткости цен, поэтому неудивительно, что монетарная политика стремится устранить данные искажения посредством стабилизации цен. Исключение наличия любых других несовершенств, может привести к квазиоптимальным результатам через усиление других экономических искажений.

Таким образом, в условиях множественности различных искажений и несовершенств центральным банкам необходимо иметь широкий набор инструментов. На сегодняшний день остаются неразрешенными и открытыми вопросы поиска источников финансовых шоков и механизмов эффективной реакции на них, а также несовершенств на рынке труда, которые могут возникать или в результате жесткости номинальных заработных плат или по причине несовершенств поиска рабочей силы. Кроме того, хотелось бы отметить, что даже при наличии адекватного регулирования финансового сектора несовершенная информация наряду с проблемами морального риска и неблагоприятного выбора на финансовых рынках все еще остаются источниками искажений, воздействующих на соответствующие цели монетарной политики.

В текущих условиях для Республики Беларусь также остается актуальной проблема выбора адекватной цели и эффективных инструментов монетарных властей, которые способствовали бы выполнения основных задач социально-экономического развития государства.

Литература:

1. 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.
2. Demirel, U. D. Optimal Monetary Policy in a Financially Fragile Economy / U. D. Demirel // *The B.E. Journal of Macroeconomics*. – 2009. – Contributions 9(1). – Article 15.
3. Dib, A. Price-Level Targeting in a Small Open Economy with Financial Frictions: Welfare Analysis / A. Dib, C. Mendicino and Y. Zhang // *Bank of Canada Working Paper*. – 2008. – N 40.
4. Walsh, C. E. Inflation Targeting: What Have We Learned / C. E. Walsh // *the John Kuszczak Memorial Lecture, The Bank of Canada, International Finance*. – 2009. - Vol. 12(2). P. 195-233.