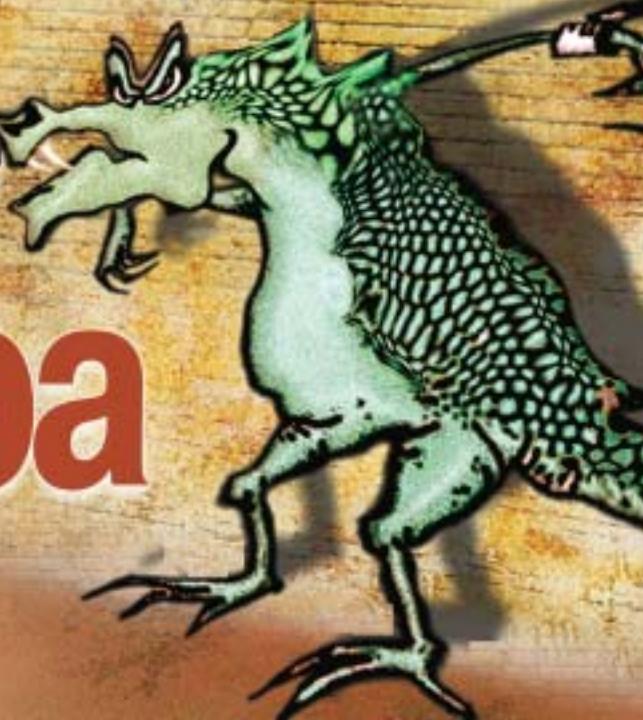


Укрощение монстра



Агустин Карстенс и Луис И. Хакоме

Каким образом центральным банкам Латинской Америки удалось пережить гиперинфляцию и стать блюстителями стабильности цен

В 1990-Е ГОДЫ средняя инфляция в Латинской Америке достигла беспрецедентного уровня в 500 процентов. В Аргентине, Бразилии и Перу — трех крупнейших странах региона — были зарегистрированы четырехзначные темпы инфляции, и ни одной из стран не удалось достичь инфляции ниже 10 процентов. Поскольку это негативно отражалось на уровне жизни, правительства предприняли далеко идущие структурные преобразования, включая реформу центральных банков, которые в конечном счете обеспечили основу, необходимую для успешной борьбы с инфляцией.

В настоящее время в большинстве стран Латинской Америки инфляция снижена до однозначных показателей. Центральные банки играли ключевую роль в этом радикальном улучшении, но им еще предстоит решить по крайней мере три важных задачи. Во-первых, большинство центральных банков пока еще не достигло стабильности цен. Во-вторых, в ряде стран центральным банкам необходимо восстановить доверие рынка к национальной валюте. И в-третьих, центральные банки должны обес-

печивать проведение последовательной политики в условиях изменчивых потоков капитала. Периодические банковские кризисы и слабая финансовая дисциплина могут поставить под угрозу решение этих задач.

Составление плана реформы центрального банка

Начиная с Чили в 1989 году, почти все страны Латинской Америки приняли законодательство, наделяющее центральные банки повышенной автономией в обмен на большую подотчетность. Эти реформы преследуют четыре цели, имеющие разную приоритетность для различных стран:

- **четкое полномочие** на проведение политики в целях достижения стабильности цен, в отличие от политики экономического роста, которая ранее была первоочередной задачей;
- **политическая автономия** в определении денежно-кредитной политики, в результате которой разработка и проведение политики перестали обуславливаться графиком выборов;
- **операционная автономия** в проведении денежно-кредитной политики без ограничений,



включая возможность устанавливать процентные ставки без вмешательства правительства и жесткие лимиты — а в некоторых случаях даже запреты, — на финансирование бюджетного дефицита; и

- **подотчетность** в достижении целевых показателей инфляции.

В большинстве стран эти институциональные изменения дополнялись изменением режима валютной политики. За последние 10 лет большинство центральных банков перешло от режимов курсовой привязки к гибким режимам. В начале 1990-х годов, когда инфляция в регионе приближалась к трехзначным величинам, большинство стран приступило к реализации стратегий стабилизации, основанных на курсовом якоре, который поддерживался за счет растущих притоков капитала. На практике это означало, что большинство центральных банков отказывалось от возможности проводить денежно-кредитную политику или, по крайней мере, жестко ограничивали ее. Но серия системных финансовых кризисов, иногда сочетавшихся с излишне экспансионистской налогово-бюджетной политикой, в конечном счете привела к краху режимов курсовой привязки в Аргентине, Бразилии, Венесуэле, Мексике, Уругвае и Эквадоре.

Переход к гибкому валютному курсу был болезненным и сопровождался быстрыми и резкими девальвациями. Для восстановления номинального якоря центральные банки Бразилии, Колумбии, Мексики, Перу и Чили в конце 1990-х и начале 2000-х годов ввели таргетирование инфляции. Новое законодательство позволило центральным банкам разрабатывать денежно-кредитную политику с четкой целью, опираясь на независимый и прозрачный процесс принятия решений и подчиняясь строгим требованиям в отношении подотчетности. Большинство центральных банков также воспользовалось вновь обретенной автономией, чтобы модернизировать свои операционные процедуры в условиях гибких валютных курсов. Они перешли от традиционного метода регулирования денежной базы как промежуточного целевого ориентира к использованию краткосрочной процентной ставки как основного рычага денежно-кредитной политики. В настоящее время ряд центральных банков оповещает о направленности своей политики путем изменения краткосрочных процентных ставок.

Трудный поиск пути к стабильности цен

Институциональная реформа денежно-кредитной политики в сочетании с другими макроэкономическими и структурными изменениями привела к впечатляющему снижению инфляции в Латинской Америке (см. вставку). Но это не дает повода для самоуспокоенности. Хотя средняя инфляция снизилась до однозначных величин, в большинстве стран она еще не приблизилась к мировому уровню. Это важно, так как инфляция имеет тенденцию ограничивать экономический рост в долгосрочном плане, задерживая остро необходимое повышение жизненного уровня. Однако дальнейшее сокращение инфляции может быть сложным делом из-за его потенциально негативного воздействия на объем производства в краткосрочном плане. В 1990-е годы Латинская Америка поддерживала антиинфляционную политику как важнейшую социальную задачу, тогда как в настоящее время правительства сосредоточива-

Какую пользу приносит независимость центрального банка

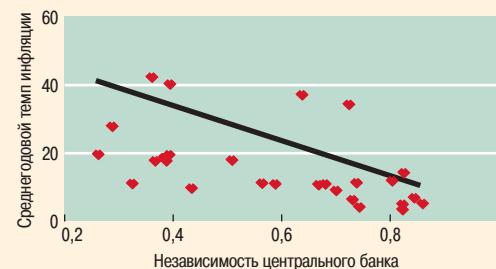
Приводит ли расширение юридической («де-юре») независимости центрального банка к снижению инфляции? Как показано на рис. 1, если рассматривать периоды до и после реформ центральных банков, между этими двумя переменными существует отрицательная корреляция. Недавнее исследование МВФ по странам Латинской Америки и Карибского бассейна, проведенное Хакоме и Вассесом (2005 год), показывает, что юридическая независимость центральных банков, вместе с другими макроэкономическими показателями, способствовала снижению инфляции, хотя наличия причинно-следственной связи не установлено. В анализе учитывается широкий индекс структурных реформ (исключая денежно-кредитные аспекты) и внешняя инфляция.

Вместе с тем в отношении бюджетных дефицитов аналогичной взаимосвязи не обнаружено, вопреки общепринятой точке зрения. Это означает, что реформа центрального банка не стимулировала повышение бюджетной дисциплины в Латинской Америке (хотя следует иметь в виду, что налогово-бюджетная политика в этот период испытывала на себе влияние банковских кризисов, поразивших регион, и связанных с этими кризисами бюджетных издержек). Представляется, что правительства попросту заменили деньги центрального банка государственным долгом для финансирования бюджетных дефицитов.

Рисунок 1

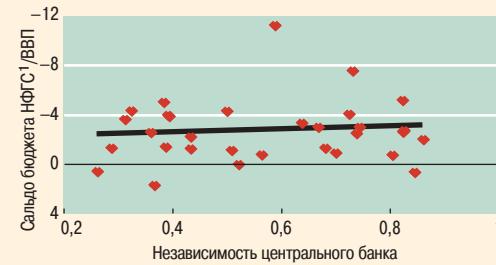
Стимулятор цен

Независимость центральных банков помогла снизить инфляцию в Латинской Америке,...



Источники: Jacome and Vazquez (2005) и МВФ, «Международная финансовая статистика».

... но, вопреки распространенному мнению, она не оказала ощутимого воздействия на бюджетный дефицит.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика» и Департамент стран Западного полушария МВФ.

¹НФГС = нефинансовый государственный сектор.

Примечание. Независимость центрального банка измеряется по шкале от 0 до 1, где 1 — наиболее высокий показатель независимости. За основу принят индекс, разработанный Алексом Цукерманом.

ют свои усилия на ускорении экономического роста — после трех десятилетий весьма умеренного повышения ВВП на душу населения.

В этих условиях центральные банки должны стремиться к достижению стабильности цен, минимизируя потенциально негативное воздействие их политики на объем производства. Одним из ключевых элементов такой стратегии является повышение прозрачности и предсказуемости политики центральных банков. Это может способствовать снижению процентных ставок, что будет стимулировать инвестиции и производство. Несмотря на повышение прозрачности деятельности центральных банков в данном регионе — особенно тех, которые применяют таргетирование инфляции, — во многих странах еще имеются возможности для улучшений. Согласно оценкам прозрачности денежно-кредитной политики по регионам, Латинская Америка в этом отношении занимает место после Европы, Азии и Ближнего Востока и Центральной Азии (Carstens and Jácome, 2005). Центральные банки также должны последовательно реагировать на экзогенные и обусловленные политикой шоки и расширять свои возможности по разъяснению проводимой ими политики борьбы с инфляцией. Такие шаги помогут участникам рынка предвидеть реакцию центрального банка, что уменьшит неопределенность и повысит расположность рынков к тому, чтобы приводить свои инфляционные ожидания в соответствие с целевыми показателями центрального банка.

Кроме того, необходимо укреплять фактическую автономию центральных банков. В настоящее время повод для беспокойства представляет высокая текучесть, которой во многих случаях характеризуется должность управляющего центрального банка. После реформ управляющие центральных банков в странах Латинской Америки оставались на своих постах в среднем два с половиной года — явно меньше, чем сроки их назначения, которые обычно составляют от четырех до шести лет. Этот коэффициент текучести также выше, чем в промышленно развитых странах, где управляющие центральных банков, как правило, остаются в должности до конца срока, а иногда сроки их назначения продлеваются.

Песо вместо доллара

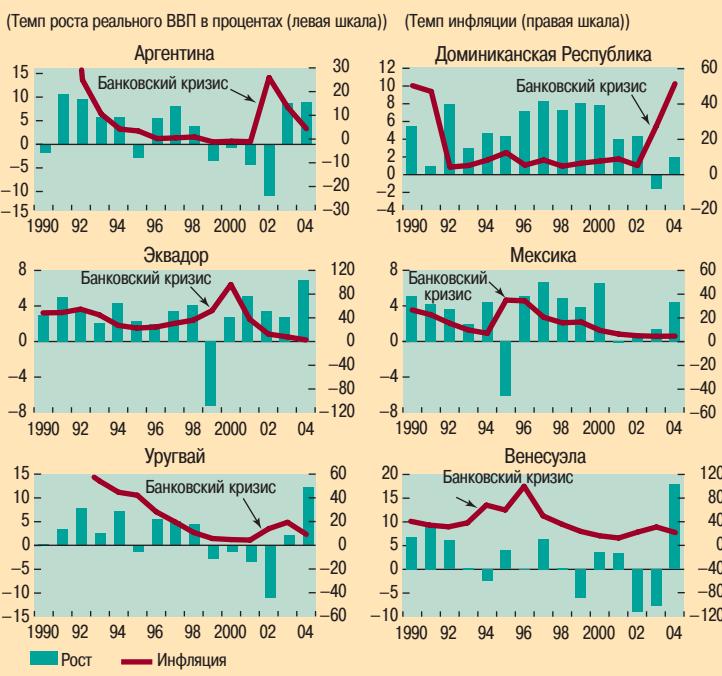
Еще одна проблема, стоящая перед центральными банками Латинской Америки, заключается в определении мер в отношении широко распространенной долларизации — использования доллара вместо национальной валюты. Для многих стран Латинской Америки долларизация была способом выдерживать длительные периоды инфляции и отсутствия доверия к национальной валюте. Однако в настоящее время она усложняет задачу проведения денежно-кредитной политики. Кроме того, она делает финансовые системы уязвимыми и препятствует проведению эффективной политики в ответ на банковские кризисы.

В частности, в ряде стран Латинской Америки высокий уровень финансовой долларизации (ситуация, когда эконо-

Рисунок 2

Подсчет издержек

Банковские кризисы наносили тяжелый урон экономическому росту многих стран Латинской Америки в течение ряда лет.



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика».

мические агенты держат большинство своих активов в долларах) вызывал у центральных банков сомнения относительно целесообразности введения плавающего курса национальной валюты из-за опасений, что снижение стоимости валюты может негативно сказаться на незастрахованных от рисков участниках рынка — известных под названием «страж перед плаванием» (Calvo and Reinhart, 2002). Некоторые центральные банки также борются с «проблемой песо», то есть постоянным отсутствием доверия к национальной валюте, которое проявляется в высоких реальных процентных ставках, — премии, устанавливаемой рынками, которые опасаются внезапного снижения валютного курса, даже если риск такого снижения минимален.

Преодоление долларизации потребует времени. При том что укрепление институтов денежно-кредитной политики представляет собой важный шаг в правильном направлении, центральным банкам необходимо продолжать повышать доверие к себе, постоянно выполняя свои целевые показатели по инфляции. Но даже этого будет недостаточно. Им необходимо также создать инструменты, которые повысят способность песо конкурировать с долларом, и укрепить пруденциальные нормативы в отношении операций в иностранной валюте и принятия финансовыми посредниками валютных рисков.

Меры в отношении притоков капитала

Помимо преодоления остающейся инфляции и последствий долларизации, перед центральными банками стоит третья проблема: резкое увеличение притоков капитала в послед-



нее время создало трудные условия для проведения последовательной денежно-кредитной политики. Это важно, поскольку если рынки не в состоянии предвидеть и понимать решения центрального банка, существующая тенденция к инфляции будет сохраняться. Как результат, для снижения инфляции потребуются более высокие процентные ставки, чем в противном случае, что отрицательно скажется на объеме производства.

Из-за стремительного роста притоков капитала в последние два года курсы национальных валют имели тенденцию к повышению, что ставило центральные банки перед выбором при решении вопроса о том, следует ли производить интервенции на валютном рынке, чтобы избежать реального повышения курса. Переживаемый в настоящее время шок в области производства нефти еще больше затруднил для центральных банков принятие ответных мер политики, так как он вызвал некоторое возобновление инфляции во многих странах. Для того чтобы преодолеть инфляционное давление, центральные банки повысили процентные ставки, но это привлекло дополнительные притоки капитала, что усилило тенденцию к повышению курсов национальных валют. В такой обстановке проведение интервенций на валютном рынке помогает сохранить внешнюю конкурентоспособность, но не способствует усилиям по борьбе с инфляцией. Это также нарушает последовательность денежно-кредитной политики, что ведет к потере доверия к центральному банку и снижает эффективность денежно-кредитной политики. Наоборот, беспрепятственное повышение валютного курса идет во вред экспортному сектору экономики, даже несмотря на то что оно помогает ограничить инфляцию и сохранить последовательность в денежно-кредитной политике.

Что же следует делать? В принципе центральные банки должны придерживаться своей основной задачи — обеспечения стабильности цен, а валютные интервенции должны проводиться только для ограничения чрезмерных колебаний валютного рынка. Для преодоления издержек, которые несет экспортная деятельность в связи с повышением валютного курса, отечественным производителям следует стремиться к повышению производительности. Тем временем правительствам надлежит углублять структурные реформы для повышения гибкости экономики (включая рынок труда) и ее способности выдерживать экзогенные шоки.

Защита от кризисов

Риск периодических банковских кризисов и отсутствие бюджетной дисциплины создают дополнительные сложности для управления денежно-кредитной политикой. Банковские кризисы являются вполне обычным событием в Латинской Америке. С 1990 года банковские кризисы были главной причиной возврата инфляции и отрицательного экономического роста во многих странах (см. рис. 2). Они также вызывали (часто одновременно) валютные кризисы. С макроэкономической точки зрения многие банковские кризисы оставили после себя наследство в виде ослабленной рыночной дисциплины как результата общих гарантий и широко распространенной реструктуризации долга. А в ряде случаев доверию

клиентов банков был нанесен долгосрочный ущерб, так как сроки погашения их депозитов были изменены в одностороннем порядке.

Большинство стран данного региона добилось успехов в создании основы для предотвращения и урегулирования банковских кризисов, но необходимо сделать больше. При проведении новых реформ необходимо сконцентрировать внимание на пруденциальных нормативах и активном надзоре. Опыт показывает, что если кризис уже разразился и нарастает, издержки бывают крайне высокими. Поэтому странам следует сосредоточить усилия на совершенствовании систем раннего предупреждения и, что более важно, наделении органов банковского регулирования полномочиями по эффективному решению возникающих проблем с ликвидностью и платежеспособностью банков. В свою очередь, надлежит улучшить правовую основу реструктуризации и санации банков, с тем чтобы позволить странам эффективно (с точки зрения затрат) урегулировать и преодолевать банковские кризисы.

В налогово-бюджетной сфере правительству стран Латинской Америки потребуется ограничить дефициты. После первоначальной бюджетной консолидации в начале 1990-х годов во многих странах бюджетные дефициты вновь увеличились — в ряде случаев вследствие банковских кризисов. Поскольку финансирование государственных расходов за счет средств центральных банков уже ограничено законодательством, в ряде стран вновь возрастает государственный долг, что приводит к росту соотношения между долгом и ВВП. Увеличение долга может привести к резкому повышению реальных процентных ставок и показателей «странового риска», что уменьшит пространство для маневра в денежно-кредитной политике и увеличит издержки в плане объема производства, связанные с политикой снижения инфляции. Если ухудшение состояния бюджета станет непосильным для экономики, это может привести к валютному кризису, что произошло в Бразилии в 1999 году, или к банковскому кризису, валютному кризису и кризису суверенного долга, как в Аргентине в 2002 году. ■

Агустин Карстенс — заместитель Директора-распорядителя МВФ; Луис И. Хакоме — старший экономист Департамента денежно-кредитных и финансовых систем МВФ и альянкт-доцент Эксорджаунского университета.

Литература:

- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," The Quarterly Journal of Economics, Vol. 117 (May), pp. 379–08.*
Carstens, Agustín, Daniel Hardy, and Ceyla Pazarbaşioğlu, 2004, "Avoiding Banking Crises in Latin America," Finance & Development, Vol. 41 (September), pp. 30–33.
Carstens, Agustín, and Luis I. Jácome H., 2005, "Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges," IMF Working Paper 05/114 (Washington: International Monetary Fund).
Jácome H., Luis I., and Francisco Vázquez, 2005, "Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean," IMF Working Paper 05/75 (Washington: International Monetary Fund).