

РАСШИРЕНИЕ мандата

Луис Хакоме и Томмазо Манчини-Гриффоли

В ТЕЧЕНИЕ нескольких десятилетий, предшествовавших глобальному финансовому кризису 2008 года, страны поочередно убеждались в том, что для достижения стабильности цен центральным банкам следует сосредоточиться исключительно на этой цели и действовать независимо от органов государственной власти, которые часто имеют краткосрочные горизонты. Но в последние годы это всеобщее согласие несколько пошатнулось: органы власти и остальные начали переоценивать ту роль, которую должны играть центральные банки.

Ряд ученых и аналитиков предлагают расширить мандат центральных банков, включив в него дополнительные цели, помимо контроля инфляции. Возможно, наиболее конкретным является предложение о том, чтобы центральные банки играли активную роль в сохранении финансовой стабильности, не допуская возникновения системных финансовых кризисов путем ограничения чрезмерного роста кредита и заимствований. Это вывело бы центральный банк за рамки выполняемой им в настоящее время роли, заключающейся в регулировании деятельности отдельных банков. Некоторые считают, что центральные банки должны получить двойной мандат с равными весами обеих частей — контроля инфляции и поддержки полной занятости и экономического роста. В рамках большинства ныне действующих мандатов занятость и экономический рост волнует центральные банки лишь в той мере, в которой они влияют на инфляцию.

Но такой расширенный мандат неизбежно подвергнется действию политических соображений, и неизбираемые руководители центральных банков опасаются ограничения своей независимости. Мы изучаем каналы потенциального снижения независимости — и связанные с этим издержки. Мы считаем, что в зависимости от мандата меньшая независимость центральных банков может оказаться оправданной, но правовые и институциональные механизмы должны обеспечить защиту ядру денежно-кредитной политики, которое столь успешно справлялось со сдерживанием инфляции.

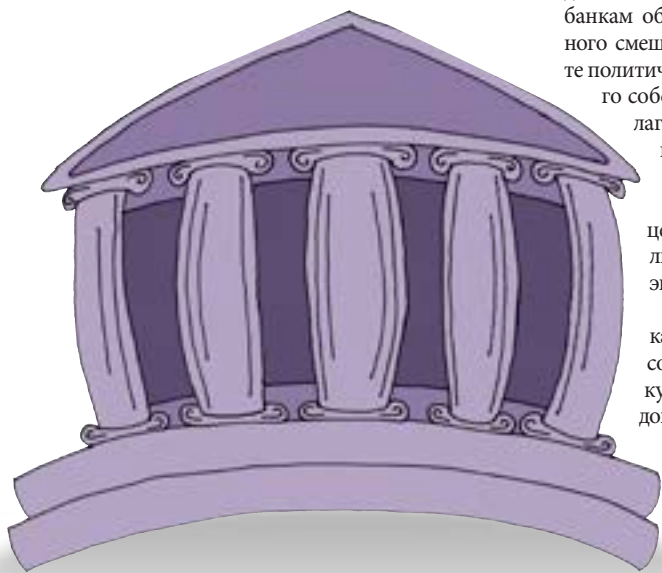
Хотя некоторые центральные банки могут получить расширенные полномочия, полномочия других могут быть сокращены. В условиях грозящих серьезных дефицитов государственного бюджета центральные банки могут испытывать значительное давление в связи с необходимостью ослабления напряженности в сфере финансирования — например, за счет поддержания процентных ставок на низком уровне. Центральным банкам следует быть готовыми к этому давлению.

Истоки независимости

Необходимость обеспечения центральным банкам независимости от органов государственной власти при определении денежно-кредитной политики хорошо согласуется с экономической теорией. Кидланд и Прескотт (Kydland and Prescott, 1977), Барро и Гордон (Barro and Gordon, 1983), Рогофф (Rogoff, 1985) — все они доказывают, что независимым центральным банкам обычно удается избежать инфляционного смещения, которое возникает в результате политического вмешательства, преследующего собственные интересы. Тони Блэр, предлагая дать Банку Англии независимость после избрания его премьер-министром в 1997 году, заявил, что «давно уже убедился в том, что если процентную ставку устанавливают политики, то это означает смешение экономики и политики».

Независимость центрального банка в целом оказалась действенным способом обеспечить и поддерживать низкую инфляцию. Существуют обширные документальные свидетельства того, что более высокая степень независимости и более низкий уровень инфля-

Центральные банки испытывают давление в связи с необходимостью дополнить свою основную задачу по сдерживанию инфляции политически мотивированными целями, а именно — обеспечением занятости и экономического роста



ции идут рука об руку (Cukierman, 2008). Наглядным примером этого служит Латинская Америка. В настоящее время этот регион характеризуется самыми низкими и самыми стабильными темпами инфляции в мире, хотя имеется и ряд исключений. Эта картина резко контрастирует с историей крайне высокой инфляции в регионе, — в 1990 году превысившей 500 процентов, — вплоть до момента, когда большинство латиноамериканских стран предоставили своим центральным банкам независимость.

Доводы в поддержку независимости центральных банков не являются самоочевидными. Население должно испытывать изрядное доверие к способности банка выполнять свой мандат и к тем преимуществам, которые это обеспечит обществу. На первый взгляд, странно концентрировать значительный контроль за экономикой в институте, управляемом органами власти, которые не пользуются формальной и широкой общественной поддержкой. Независимости и высокой репутации центральных банков, как представляется, способствовали их три главных характеристики.

Прозрачная основа денежно-кредитной политики. Центральные банки используют определенные инструменты (краткосрочную процентную ставку) для регулирования измеримой цели (инфляции). Это позволяет населению отслеживать действия центральных банков и, что важно, оценивать, насколько успешно последние решают поставленную перед ними задачу.

Результативность. Успешные результаты деятельности центральных банков по сокращению темпов инфляции в течение продолжительного времени часто предшествуют юридической независимости (см. рис. 1). В свою очередь, как уже было отмечено, независимость центрального банка, по-видимому, тоже помогает поддерживать инфляцию на низком уровне, ограждая центральный банк от политического вмешательства.

Подотчетность. Во многих странах цель денежно-кредитной политики устанавливается правительством, что, по общему

мнению, в целом способствует общественному благу. В силу этого центральные банки теряют «независимость в выборе цели», но сохраняют «независимость в выборе инструментов» постольку, поскольку они могут свободно определять и контролировать инструменты политики, используемые ими для достижения этой цели. Что интересно, пользуются ли центральные банки независимостью только в выборе инструментов или и в выборе инструментов, и в выборе цели, похоже, мало влияет на выполнение стоящих перед ними задач (Bayoumi and others, 2014). Часто центральные банки отчитываются о принятых ими решениях и о прогрессе в достижении своей цели перед правительством и конгрессом.

Расширенные мандаты

Центральные банки могут получить расширенные мандаты. Их могут попросить играть более активную роль в поддержании финансовой стабильности и более активно реагировать на отклонение объема производства и уровня занятости от потенциальных значений.

Ответственность центральных банков за сохранение финансовой стабильности может выйти далеко за пределы их роли органов регулирования и надзора, что в наши дни является наиболее распространенным подходом, при котором усилия сосредоточены на обеспечении устойчивости отдельных финансовых учреждений, таких как банки. Центральные банки могут стать основными игроками при разработке и осуществлении так называемой макропруденциальной политики, направленной на управление рисками всей системы в целом, а не просто отдельных организаций (см. статью «Защита системы в целом» в *Ф&Р* за март 2012 года). И даже если меры макропруденциальной политики будут определяться за периметром центрального банка, необходимо, чтобы денежно-кредитная политика учитывала их и, возможно, дополняла повышением процентных ставок в благоприятные времена, способствуя замедлению роста кредита и заимствований.

Не столь очевидно, должны ли центральные банки уделять больше внимания вопросам экономического роста и занятости, чем они это делают сейчас. Некоторые сомневаются в неизбежности такой переориентации, ссылаясь на ослабление проблемы компромиссного выбора между инфляцией и занятостью по сравнению с прошлым — старая кривая Филлипса предполагала, что рост занятости сопровождается усилением инфляции и наоборот. Это правда, что во время последнего финансового кризиса уровень инфляции снизился гораздо меньше, чем ожидалось, несмотря на необычайно острую рецессию, но мы по-прежнему не знаем точно, почему. Лежащие в основе этого причины могут носить временный характер или отражать специфику отдельных стран. Либо инфляция может находиться под надежным контролем в связи с многолетним таргетированием общего уровня цен и проявлением меньшего внимания к экономическому росту и занятости. Если это так, то переориентация на рост и занятость в связи со стабильностью инфляции может быть самоубийственной, она может подорвать само основание для подобных мер. Но все же лица, определяющие денежно-кредитную политику, скорее всего, испытывают давление в части необходимости переключения внимания на экономический рост и занятость. Одним из источников этого давления могут стать преследующие собственные интересы политические лидеры, которым нужна краткосрочная поддержка со стороны денежно-кредитной политики, создающая стимул для роста экономики в предвыборный период.

Риск утраты независимости

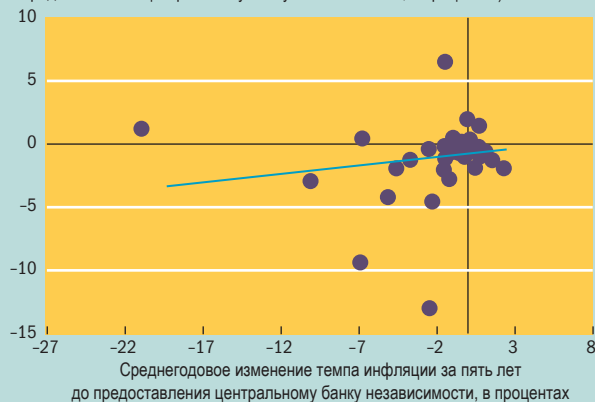
Расширение мандата центрального банка может нанести урон каждой из трех характеристик, способствующих независимости центрального банка. Это, в свою очередь, может ослабить

Рисунок 1

Бодрое начало

Многие центральные банки успешно справлялись с инфляцией еще до того, как получили юридическую независимость.

(Среднегодовое изменение темпа инфляции через пять лет после предоставления центральному банку независимости, в процентах)



Источник: Bayoumi and others, 2014.

Примечание. Верхний левый квадрант показывает количество стран, в которых до предоставления центральному банку независимости инфляция снижалась, а после стала расти. Верхний правый квадрант показывает количество стран, где инфляция росла как до, так и после предоставления центральному банку независимости. Нижний правый квадрант показывает количество стран, в которых инфляция росла до предоставления центральному банку независимости. Нижний левый квадрант отражает количество стран, в которых инфляция снижалась как до, так и после предоставления центральному банку независимости. Выборка содержит 42 страны, включая развитые, с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

способность денежно-кредитной политики поддерживать стабильность цен.

Население может предположить, что отслеживать действия центрального банка при более широком круге задач будет труднее. Темп инфляции легко измерить и сравнить с целью центрального банка. Однако измерить финансовую стабильность трудно в силу самой ее природы. Поддается измерению нестабильность — то есть именно то, чего центральные банки хотят избежать. Кроме того, население может оказаться в замешательстве в связи с тем, что инструменты, используемые для поддержки системной стабильности, со временем могут меняться, и они могут совпадать с инструментами, которые используются для осуществления денежно-кредитной политики, — например, если процентные ставки, которые являются инструментом денежно-кредитной политики, воздействующим на инфляцию, используются для того, чтобы помочь обуздать рост кредита в рамках усилий по обеспечению финансовой стабильности.

Независимость может быть поставлена под сомнение, если результативность центральных банков даст сбой, что вероятно при наличии многокомпонентного мандата. Нет данных, свидетельствующих о том, что регулирующая функция центральных банков способна оказать хоть какое-нибудь воздействие на успешность денежно-кредитной политики, особенно когда имеется надежная основа денежно-кредитной политики, такая как таргетирование инфляции (см. рис. 2). Но если мандаты охватывают финансовую стабильность, центральные банки могут утратить способность вызывать доверие — по причине внешних шоков или цепной реакции, либо по непредвиденным

каналам, — несмотря на свои усилия по сдерживанию финансового кризиса.

Риск того, что низкая результативность подорвет репутацию центрального банка, станет еще выше, если возложить на него ответственность за экономический рост и занятость. Понятно, что денежно-кредитная политика может повлиять на экономический рост в краткосрочной перспективе, но со временем этот эффект значительно ослабевает, поскольку начнут работать другие меры политики, в частности, воздействующие на рынки труда и производительность. Будет очень трудно отделить воздействие денежно-кредитной политики от прочих факторов при оценке результативности центрального банка.

Использование денежно-кредитной политики для стимулирования роста и занятости может оказаться еще менее действенным в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, где на основные экономические показатели часто влияют внешние шоки (такие как изменения цен на сырьевые товары или процентных ставок в США). Более того, расширение мандата центральных банков путем включения в него задачи по стимулированию экономического роста вполне может отвлечь внимание от необходимых реформ в других секторах. В свою очередь, неспособность обеспечить устойчивый экономический рост и высокий уровень занятости может подорвать доверие к центральному банку.

Расширение мандата также угрожает подотчетности. Решения, касающиеся финансовой стабильности, не всегда воспринимаются как способствующие общественному благу, поскольку они напрямую и в явной форме влияют на перераспределение благосостояния, решения о расходовании средств, объем производства, прибыль финансового сектора и банковские издержки. Например, если центральный банк решает снизить отношение суммы кредита к стоимости недвижимого имущества, то связанное с этим увеличение первоначального взноса в краткосрочной перспективе может затруднить получение кредита семьями с низкими и средними доходами. Конечно, инфляция также влияет на распределение дохода между сберегателями и заемщиками, молодыми и пожилыми. Но эти эффекты в меньшей степени поддаются непосредственному наблюдению, когда инфляция находится на низком уровне, и явно оказывают отрицательное воздействие на общество в целом, когда инфляция высока. В силу этого легче договориться о социально приемлемом целевом показателе инфляции, чем о целевом показателе финансовой стабильности.

Правительственные чиновники, вероятно, захотят иметь непосредственное отношение к расширенному мандату центрального банка. Члены правительства могут обоснованно стремиться получить право голоса и даже место в комитетах центрального банка, принимающих решения, касающиеся экономического роста и способные оказать воздействие на налогоплательщиков или иметь явные последствия в части перераспределения благосостояния, — например, если на центральный банк возложат ответственность за урегулирование кризиса.

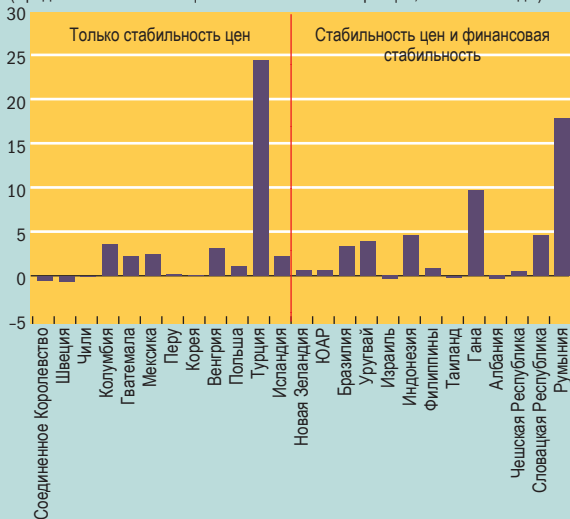
В то время как усиление политического контроля за центральным банком применительно к некоторым решениям неизбежно, важно, по крайней мере, сохранить независимость денежно-кредитной политики с точки зрения выбора инструментов. Это будет подразумевать защиту структур, принимающих решения о мерах денежно-кредитной политики, от политического вмешательства — например, специальные комитеты для принятия решений, с прозрачными и самостоятельными целями, и, насколько это возможно, четкое разграничение инструментов, противодействующих инфляции, и инструментов, поддерживающих финансовую стабильность. Предоставление точной информации также будет играть важную роль, особенно когда решение о мерах денежно-кредитной политики воздействует на обеспокоенность финансовой стабильностью или принимается под ее воздействием. Задача кажется выполнимой,

Рисунок 2

Все равно

Во всех странах, осуществляющих таргетирование инфляции, вне зависимости от того, что входило в мандат центрального банка, — только контроль инфляции (левая панель) или контроль инфляции и регулирование/надзор (правая панель), — показатели инфляции были примерно одинаковыми.

(Среднее отклонение от целевого показателя инфляции, 2000–2006 годы)



Источник: Bayoumi and others, 2014.

Примечание. В Соединенном Королевстве мандат Банка Англии недавно был изменен и теперь охватывает как банковское регулирование/банковский надзор, так и контроль инфляции. Обеспечение финансовой стабильности включает банковское регулирование/банковский надзор. Среднее отклонение от целевого показателя у центральных банков, которые ориентировались только на стабильность цен, составляло всего 3,16 процента; у тех же, которые ориентировались и на стабильность цен, и на финансовую стабильность, оно составляло 3,49 процента. Рассматривается период с 2000 по 2006 год.

хотя и трудной. Но она показалась бы гораздо более устрашающей, если бы объем производства и занятость в явном виде стали компонентами мандата.

Сохранение доминирующей роли бюджета

Наверное, худшим сценарием для независимости центрального банка является сценарий, при котором кризисное состояние государственных финансов подчинит цели и операции денежно-кредитной политики потребности в пополнении государственной казны — ситуация, называемая доминирующей ролью бюджета. В этом крайнем случае денежно-кредитная политика утрачивает самостоятельность; она сводится к удерживанию процентных ставок на низком уровне, чтобы сократить стоимость заимствования средств государством.

Когда денежно-кредитная политика подчиняется бюджетным соображениям, одним из рисков является утрата контроля за инфляцией. Инфляционные ожидания могут увеличиться, когда рынок осознает, что цель центрального банка изменилась, а государственные финансы не обладают устойчивостью. Вопрос о том, не находятся ли государственные финансы развитых стран на грани неустойчивости, выходит за рамки настоящей статьи. Но они явно испытывают напряжение — значения отношения долга к ВВП в развитых странах за период с 2007 по 2013 год возросли с 60 процентов до более чем 100 процентов (МВФ, 2013). При этом большинство стран с формирующимся рынком и развивающихся стран сократили свои коэффициенты «долг к ВВП» и удержали дефициты бюджетов под контролем, что обеспечило им запас прочности, позволивший компенсировать ряд последствий глобального кризиса.

Возможно, наиболее реальный риск заключается в убежденности рынков в том, что денежно-кредитная политика отвернулась от своей традиционной цели по поддержке государственных финансов. Этот риск особенно высок в тех странах, где центральные банки имеют чрезвычайно большие балансы, — например, в результате крупномасштабных программ покупки облигаций. Этот риск также может материализоваться, если в будущем центральные банки решат таргетировать более дол-

госрочные процентные ставки. Центральные банки могут оказаться не в состоянии убедить рынки в том, что осуществляемые ими покупки облигаций с более длинными сроками погашения оправданы целями денежно-кредитной политики или финансовой стабильности, а не целями налогово-бюджетной политики. Очевидно, что беспокойство этими вопросами растет вместе с размером государственного долга и сроками погашения приобретаемых облигаций.

Неправильное восприятие изменения целей денежно-кредитной политики дорого обойдется. В рамках денежно-кредитной политики придется пойти на невиданное до сих пор повышение процентных ставок для того, чтобы достигнуть прежнего стабилизирующего воздействия на экономику. В большом массиве данных, указывающих на стоимость премии за инфляционный риск, некоторые данные дают возможность предположить, что центральные банки с более жесткими ограничениями на покупку государственных облигаций демонстрируют более высокую результативность в части обуздания инфляции (см. рис. 3).

Доминирующая роль бюджета может стать реальностью в странах, которые в благоприятные времена не смогли создать буферные резервы, чтобы подготовиться к неблагоприятным временам. Поэтому центральным банкам нужно готовиться к серьезному давлению в связи с необходимостью сохранения высокой инфляции и сокращения нагрузки на государственные финансы. В качестве последней меры необходимо провести совместные конструктивные обсуждения с правительством, и, возможно, центральный банк должен высказаться в поддержку конкретных и вызывающих доверие мер по достижению среднесрочных целевых показателей устойчивости долга. Однако здесь требуется совершенно новый уровень сотрудничества, для достижения которого нужно время. Какая бы основа ни использовалась, прозрачность и предоставление информации сыграют ключевую роль в сохранении доверия к центральному банку и обеспечению экономической стабильности. ■

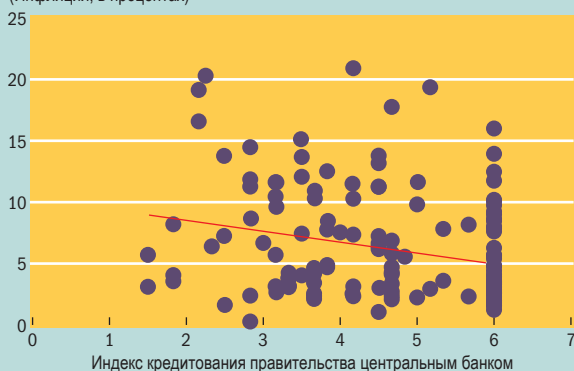
Луис Хакоме — заместитель начальника отдела, а Томмазо Манчини-Гриффолли — эксперт по вопросам финансового сектора в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Рисунок 3

Не кредитуйте правительство

В целом, результаты сдерживания инфляции лучше в тех странах, где центральные банки подчиняются действию более жестких ограничений на покупку государственных облигаций.

(Инфляция, в процентах)



Источник: Játcome and others, 2012; и МВФ, Международная финансовая статистика. Примечание. Индекс кредитования правительства центральным банком принимает значения от 1 (неограниченное кредитование правительства центральным банком) до 6 (запрет на кредитование правительства центральным банком). Выборка содержит 138 центральных банков. Расчеты являются статистически значимыми при уровне 1 процент. Рассматривается период с 2004 по 2008 год.

Литература:

Barro, Robert, and David Gordon, 1983, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, pp. 589–610.

Bayoumi, Tamim, Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, and Fabián Valencia, 2014, "Monetary Policy in the New Normal," *IMF Staff Discussion Note 14/3* (Washington: International Monetary Fund).

Cukierman, Alex, 2008, "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future," *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, No. 4, pp. 722–36.

International Monetary Fund (IMF), 2013, *Fiscal Monitor* (Washington, October).

Játcome, Luis I., Marcela Matamoros-Indorf, Mrinalini Sharma, and Simon Townsend, 2012, *Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?* IMF Working Paper 12/16 (Washington: International Monetary Fund).

Kydland, Finn, and Edward Prescott, 1977, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans," *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, pp. 473–91.

Rogoff, Kenneth, 1985, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, pp. 1169–89.