



Центральный банк
Чили, Сантьяго, Чили.

Это мы уже проходили

Луис И. Хакоме

**Вручение
центральному
банкам
мандатов,
не ограни-
чивающихся
контролем
за инфляцией,
напоминает
о неудачном
прошлом опыте
стран Латинской
Америки. Будет
ли все иначе
в этот раз?**

МАСШТАБЫ глобального финансового кризиса опровергают ряд экономических истин, включая практически единодушное мнение о том, что основной задачей центральных банков является сдерживание инфляции.

Некоторые критики обвиняют центральные банки в том, что те ничего не сделали для предотвращения последнего глобального финансового кризиса, отчасти в силу того, что их узкий мандат ограничивает их ответственность за поддержание финансовой стабильности. В свою очередь, действия, которые предпринимались центральными банками для предотвращения затяжной рецессии, вызванной финансовым кризисом, поставили вопрос о том, не следует ли центральным банкам уделять больше внимания экономическому росту и занятости — не только во время кризисов, но и в обычных условиях.

Текущие условия — низкие темпы роста при незначительной угрозе инфляции — повышают вероятность того, что на центральные банки будут возложены новые задачи по стимулированию экономического роста и занятости. А возможность появления новых «пузырей» цен на активы подкрепляет мнение о том, что центральные банки могут сыграть свою роль в предотвращении еще одного финансового кризиса. Действительно, некоторые центральные банки уже реализуют так называемые макропруденциальные меры политики, способствующие общей стабильности финансовой системы, а не только отдельных финансовых организаций.

Хотя пока эта дискуссия ведется в странах с развитой экономикой, она неизбежно

распространится и на Латинскую Америку. Дебаты по поводу мер политики в наши дни носят глобальный характер. Идея о том, что следует сделать центральные банки ответственными за предотвращение банковских кризисов, скорее всего, получит развитие в регионе, страдающем от хронической финансовой нестабильности, а адресованная центральным банкам просьба внести вклад в экономический рост и занятость также может оказаться привлекательной, поскольку ожидается, что рост останется низким, как и в остальном мире.

Тем не менее, возложение множественных обязанностей на латиноамериканские центральные банки аналогично возвращению назад в будущее. Многие центральные банки в Латинской Америке в свое время имели несколько мандатов, включая поддержание стабильности банков и содействие деловой активности и занятости — часто с неудачными результатами. История, таким образом, может продемонстрировать полезный ракурс того, как следует формировать будущую политику центральных банков в Латинской Америке. В конце концов, как некогда сказал известный американский писатель Уильям Фолкнер: «Прошлое не бывает мертво. А это даже не прошлое».

Многообразное прошлое

Историю центральных банков Латинской Америки можно разделить на три основных периода: этап становления, который пришелся на 1920-е годы, этап развития, начавшийся после Второй мировой войны, и золотые годы, начиная с 1990-х (Jáscome, 2015). В каждом из этих периодов центральные банки имели

разные мандаты и основы политики, которые привели к разным инфляционным трендам. Великая депрессия 1930-х годов и крах Бреттонвудской системы в начале 1970-х годов ознаменовали начало новой эры для центральных банков региона. Похоже, что глобальный финансовый кризис играет такую же роль сегодня.

Первые центральные банки появились в Латинской Америке в то время, когда международной валютной системой правил золотой стандарт. В их число входили Резервный банк Перу (1922 год) и Банк Республики Колумбия (1923 год). Чили и Мексика учредили центральные банки в 1925 году, за ними последовали Гватемала, Эквадор и Боливия в 1926, 1927 и 1929 году, соответственно. На центральные банки были возложены три основные задачи: поддержание денежно-кредитной стабильности, финансирование правительства в ограниченных пределах и содействие в поддержании стабильности банковской системы.

При золотом стандарте центральные банки были обязаны сохранять возможность обмена валют по фиксированному обменному курсу, позволяя при этом капиталу свободно вливаться в экономику стран и покидать ее (открытый счет операций с капиталом). Центральные банки могли эмитировать банкноты только в том случае, если те были обеспечены международными резервами, — в основном золотом и иностранной валютой, конвертируемой в золото.

К концу 1920-х годов в Латинской Америке стали ощущаться последствия Великой депрессии. По мере того как страны с развитой экономикой впадали в рецессию, спрос на сырьевые товары уменьшался. То же самое произошло и с экспортными ценами в латиноамериканских странах, в основном производящих сырьевые товары, впавших, в свою очередь, в депрессию. Ситуация осложнялась тем, что в регион притекал капитал, чтобы извлечь выгоду из реальных процентных ставок, которые были выше, чем в Соединенных Штатах.

Сохранять золотой стандарт во время Великой депрессии стало невозможно, и Латинская Америка отказалась от него. Центральным банкам больше не нужно было обеспечивать конвертируемость национальных валют, но они поддерживали фиксированные обменные курсы, чему способствовали меры контроля за операциями с капиталом, направленные на ограничение оттока капитала. Для центральных банков наступил переходный период, поскольку денежно-кредитная политика стала экспансионистской, предусматривая предоставление масштабного кредита правительству на цели восстановления деловой активности. Балансы центральных банков в таких странах, как Чили и особенно Перу, где кредит правительству с 1933 по 1938 год увеличился более чем втрое и вырос еще на 300 процентов в 1944 году (см. рис. 1), быстро расширились. В Мексике кредит правительству в 1940 году приближался к 45 процентам совокупных активов Банка Мексики.

Зависимость от финансирования центральным банком

Хотя сначала и существовала необходимость расширять балансы центральных банков, чтобы увести экономику латиноамериканских стран от края пропасти, где она находилась во время Великой депрессии, правительства попали в зависимость от финансирования их расходов центральным банком. В конечном итоге денежно-кредитная экспансия привела к тому, что

Рисунок 1

Рост кредита

Во время и после Великой депрессии центральные банки таких стран, как Чили и Перу, значительно расширили свое финансирование государственных расходов.



Рисунок 2

Все выше, и выше, и выше

После Второй мировой войны либеральная денежно-кредитная политика, направленная на стимулирование экономического развития, привела к резкому увеличению темпов инфляции в таких странах, как Бразилия и Чили.



финансирование государственных расходов посеяло семена высокой инфляции в Латинской Америке.

Латинская Америка присоединилась к Бреттонвудской системе, созданной в 1945 году, в которой страны обязались поддерживать фиксированный, хотя и корректируемый, обменный курс при помощи усиленного комплекса мер контроля за операциями с капиталом. Одновременно коренным образом изменились сферы ответственности центральных банков, поскольку правительства начали играть главенствующую роль в выработке денежно-кредитной политики. Мандаты центральных банков стали множественными. Всеобъемлющие мандаты на определение политики превратились в регулирование денежной массы и стимулирование занятости в Аргентине и в содействие упорядоченному развитию экономики в Чили, Колумбии и Перу. От Банка Мексики требовалась разработка мер денежной, кредитной и курсовой политики, преследующих три цели: обеспечение стабильности покупательной способности денег, развитие финансовой системы и устойчивый экономический рост. На практике центральные банки превратились в банки развития и финансировали сельское хозяйство, промышленность и жилищное строительство, а также дефицит государственного бюджета. В итоге это привело к нарастанию инфляции.

Финансирование экономического развития центральным банком оказалось несовместимым с поддержанием фиксированного обменного курса. Либеральная денежно-кредитная политика поддерживала совокупный спрос, но также вызвала

образование дефицитов по счету текущих операций, которые подорвали международные резервы, что привело к валютным кризисам и, в конечном итоге, к скачку инфляции, как видно на примере Бразилии и Чили (см. рис. 2).

После распада Бреттонвудской системы в начале 1970-х годов и повсеместного повышения гибкости обменных курсов в Латинской Америке на фоне политических волнений усилилась макроэкономическая нестабильность. У центральных банков начался новый переходный период: денежно-кредитная политика просто приспосабливалась к стремительно растущей инфляции, мирилась с ростом цен, вместо того чтобы сопротивляться им, ограничивая имеющийся объем денежных средств. Но случившееся вскоре после распада Бреттонвудской системы резкое повышение цен на нефть радикальным образом изменило ситуацию.

Количество денег, циркулировавших в международной финансовой системе, резко увеличилось в связи с тем, что страны-экспортеры нефти инвестировали свое новообретенное богатство. Множество так называемых нефтедолларов оказалось и в Латинской Америке. Эти притоки капитала обеспечили региону значительную сумму внешнего финансирования — финансирования, которое в основном принимало форму выраженных в долларах банковских кредитов. Этот источник финансирования существовал недолго. К началу 1980-х годов притоки капитала обратились вспять, поскольку денежно-кредитная политика в странах с развитой экономикой ужесточилась (и процентные ставки выросли) — и это в то время, когда большинство стран Латинской Америки накопило значительные дефициты бюджетов, дисбалансы по счету текущих операций и объем внешнего долга. Эта ситуация вызвала масштабную девальвацию валют, которая осложнила погашение обязательств компаний, банков и органов государственного управления, выраженных в долларах, и подняла инфляцию на небывалую высоту. На протяжении этого десятилетия денежно-кредитная политика мирилась со стремительно растущей инфляцией.

Изменение политики

В 1990-е годы Латинская Америка достигла поворотной точки в своей денежно-кредитной политике. После более чем 50 лет обременения центральных банков множественными задачами правительства даровали им политическую и операционную независимость, позволившую этим организациям сосредоточиться в первую очередь — а иногда и исключительно — на сдерживании инфляции. Одна за другой страны осознавали, что главный вклад денежно-кредитной политики в экономический рост заключался в достижении и поддержании низкой и стабильной инфляции, поскольку это сокращало неопределенность, с которой сталкивались потребители и инвесторы при принятии решений.

Чили первой вступила на этот путь в 1989 году, а в следующее десятилетие большинство латиноамериканских стран одобрили новые законы, сделавшие независимость центрального банка стержнем реформ, направленных на предотвращение инфляционной тенденции, вызванной политическим влиянием на денежно-кредитную политику. Порывав с прошлым, финансирование сектора государственного управления — основной источник инфляции — было ограничено и даже запрещено. Страны также ввели, в большинстве случаев, гибкость обменного курса, позволив обменному курсу играть роль амортизатора внешних шоков. Кроме того, начиная со второй половины 1980-х годов, многие страны приступили к реформированию структуры своей экономики, чтобы сделать ее в большей степени ориентированной на рынок. Эти структурные изменения — включая реформу торговли, которая

открыла экономику для внешней конкуренции, — также способствовали сокращению инфляции.

Когда инфляция в конце 1990-х годов — начале 2000-х годов опустилась до однозначных чисел, Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу и Чили сделали основой своей политики инфляционного таргетирования — то есть стали проводить денежно-кредитную политику в основном за счет корректировки краткосрочных процентных ставок, чтобы сигнализировать о курсе денежно-кредитной политики и удерживать инфляционные ожидания на предварительно объявленном целевом уровне. Доверие к режимам инфляционного таргетирования со временем увеличилось, поскольку центральные банки выполняли свои обещания. Возросшее доверие усилило эффективность денежно-кредитной политики, поскольку инфляционные ожидания участников рынка соответствовали целевым показателям центральных банков.

Институциональные реформы центральных банков способствовали тому, что последние 15 лет стали самым длинным периодом стабильности цен в Латинской Америке, начиная с 1950 года. Это достижение опиралось на четыре основных столпа: политическую и операционную независимость центральных банков, подотчетность центральных банков, гибкие обменные курсы и открытые счета операций с капиталом, а также дисциплину в налогово-бюджетной политике.

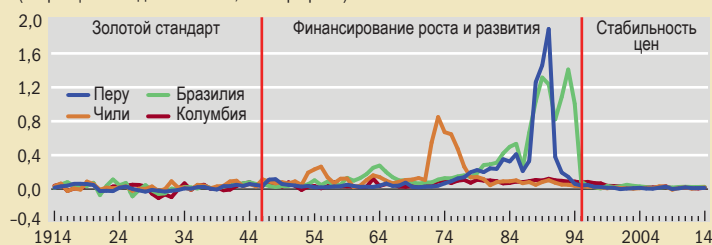
Глобальный финансовый кризис

Развывает ли Великая рецессия в Латинской Америке дебаты по поводу новой эры в истории центральных банков, как это произошло в странах с развитой экономикой? Расширенный мандат центральных банков может получить в Латинской Америке горячее одобрение. Ответственность за финансовую стабильность вполне может быть сочтена естественным дополнением к нынешней роли центрального банка как кредитора последней инстанции, направленным на предотвращение системных финансовых кризисов, таких, как случались в прошлом. Дополнительный мандат, связанный с финансовой стабильностью, скорее всего, потребует, чтобы центральные банки Латинской Америки приняли ответственность за проведение макропруденциальной политики. Это оправданная институциональная реформа, поскольку она позволит странам воспользоваться знаниями и опытом центральных банков в оценке макроэкономических и финансовых рисков и вверить трудные

Рисунок 3

Тернистый путь

Латинской Америке пришлось выдержать настоящую схватку с крайне высокой инфляцией, прежде чем она снизилась в 1994 году и была взята под контроль в 2000 году.
(Инфляция на годовой основе, в логарифмах)



Источник: Jáscome (2015).

Примечание. В истории денежно-кредитной политики стран Латинской Америки за последний век можно выделить три этапа. В период до Второй мировой войны, когда в основном господствовал золотой стандарт, инфляция была низкой, но волатильной. В течение 50 лет после Второй мировой войны, когда многие центральные банки были вынуждены финансировать государственные расходы и проекты развития, инфляция в итоге взлетела вверх. После 1995 года, когда целью большинства центральных банков стал контроль за инфляцией, рост цен пошел на убыль. Использование логарифмической шкалы сжимает диапазон данных, позволяя при этом дать представление об их масштабе. Для того чтобы учесть годы с отрицательной инфляцией, рост на годовой основе рассчитывается как $1 + \text{темпы инфляции}$ в каждом году. Пиковый годовой темп на рисунке составляет 7 462 процента.

макропруденциальные решения политически независимой организации. Тем не менее, существуют и потенциальные издержки. В частности, центральные банки можно будет рассматривать как слишком могущественные организации, возглавляемые невыборными должностными лицами, что может усилить так называемый аргумент о дефиците демократии, который в прошлом использовали противники независимости центрального банка. Кроме того, независимость центральных банков также может вызвать вопросы, если, несмотря на новый мандат, разразится очередной финансовый кризис. Подотчетность центрального банка также может быть ослаблена в силу того, что цель обеспечения финансовой стабильности плохо поддается количественной оценке. Проблема стран Латинской Америки заключается в том, что им нужно разработать институты и основы политики для поддержания финансовой стабильности, которые не подрывали бы доверия к денежно-кредитной политике (см. Jácome and Mancini-Griffoli, 2014).

Доводы в пользу того, чтобы сделать центральные банки в Латинской Америке ответственными за экономический рост и занятость, сформулированы менее четко. Центральные банки не могут постоянно влиять на экономический рост и занятость, учитывая, что в краткосрочной перспективе их экономическая деятельность подвержена сильному воздействию внешних факторов (таких как спрос на сырьевые товары), а в долгосрочной перспективе напрямую зависит от структурных изменений, направленных на повышение производительности и стимулирование занятости. Таким образом, включение экономического роста и занятости в сферу ответственности центральных банков может поставить под угрозу эффективность денежно-кредитной политики и сделать подотчетность обременительным процессом, особенно если инфляция и рост превратятся в противоречащие друг другу цели.

В качестве альтернативы некоторые центральные банки Латинской Америки при осуществлении расчетов в рамках формирования мер политики уже присваивают более высокий вес объему производства в отсутствие явного расширения их мандата. Они стремятся сглаживать краткосрочные циклические колебания в целях содействия занятости и защиты финансовой стабильности.

Центральным банкам Латинской Америки понадобилось около 80 лет для того, чтобы достичь низкой и стабильной инфляции, что улучшило благосостояние их стран. Это был длинный и трудный путь, на котором центральные банки пробовали разные мандаты и меры политики, в то время как многие страны переживали затяжные периоды высокой инфляции (см. рис. 3). Будущие изменения необязательно заставят вернуться к повышенной инфляции или даже гиперинфляции, но существует риск того, что делегирование центральным банкам задач, с которыми те не смогут успешно справиться, может подорвать с трудом завоеванную политическую независимость и доверие. В результате нужно будет добиваться стабильности цен — за счет повышения процентных ставок и замедления экономического роста. ■

Луис И. Хакоме — заместитель начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Литература:

Jácome, Luis I., 2015, "Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years," IMF Working Paper 15/60 (Washington: International Monetary Fund).

—, and Tommaso Mancini-Griffoli, 2014, "A Broader Mandate," Finance & Development, Vol. 51, No. 2.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Jan Svejnar, Andrés Velasco, and many others.

A 12-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises

The 2016–2017 program begins in late May of 2016. Applications are due by January 5, 2016.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | sipa.columbia.edu/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu