

# Новые направления денежно-кредитной политики

# Содержание



4

Экономисты должны сейчас взвешивать уроки, которые преподает для денежно-кредитной политики эта эпоха.

## НОВЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

### 4 Новый подход к денежно-кредитной политике в меняющемся мире

После десятилетий затишья инфляция возвращается; для борьбы с ней центральные банки должны изменить свой подход

*Маркус К. Бруннермайер*

### 10 Меньше, но лучше

Более сфокусированные и менее интервенционистские центральные банки, вероятно, достигли бы лучших результатов

*Рагурам Раджан*

### 15 Кризис и денежно-кредитная политика

Пандемия и война создали новые трудности для центральных банков мира на ближайшие годы

*Гита Гопинат*

### 18 Время перемен

Пришло время переосмыслить фундамент и основы денежно-кредитной политики

*Масааки Сиракава*

### 21 Как мы пропустили недавний всплеск инфляции

Поразительное восстановление спроса и изменение динамики на рынках товаров и труда были в числе причин ошибочности вынесенных суждений

*Кристофер Кох и Диал Нурелдин*

### 24 Оптимальная модель современной денежно-кредитной политики

Новые экономические модели могут помочь разработчикам экономической политики лучше разобраться в эффектах проводимых ими мер по борьбе с инфляцией

*Грег Каплан, Бенджамин Молл и Джованни Л. Виоланте*

### 28 Разнообразие мнений в области денежно-кредитной политики

Чтобы обеспечить принятие здравых решений, избегая эффекта группового мышления, необходимо преобразовать комитеты по денежно-кредитной политике

*Дэвид Г. Бланифлауэр и Эндрю Т. Левин*

### 32 Нетрадиционное сотрудничество

Иногда органам денежно-кредитного и налогового-бюджетного регулирования нужно нарушить принятые правила и действовать совместно

*Джанкарло Корсетти*

### 35 Формирование ожиданий

Опросы показывают, что инфляционные ожидания домашних хозяйств менее стабильны, чем мы думали

*Майкл Вебер*

### 44 Опыт стран с формирующимся рынком

В эпоху высокой инфляции страны с формирующимся рынком могут поделить опытом

*Лесетья Кганьяго, Сукдев Сингх и Леонардо Вильяр*



## А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

### 54 **Золото, серебро и денежно-кредитная стабильность**

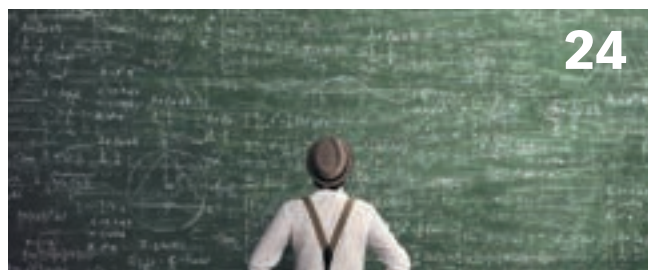
Почти забытый случай из XIX века показывает, что международное сотрудничество имеет важное значение для стабильности глобальной валютной системы  
*Йоханнес Виганд*

### 58 **Данные, управляемые гражданами, для граждан**

Подход Индии к управлению данными, не предполагающий ни чрезмерного государственного вмешательства, ни исключительного невмешательства, способствует инновациям  
*Сидхарт Тивари, Фрэнк Пэкер и Рахул Маттан*

### 64 **В защиту глобализации**

Уроки истории показывают, что для сдерживания инфляции следует наращивать, а не сокращать объемы международной торговли  
*Гарольд Джеймс*



## РУБРИКИ

### 38 **Люди в экономике**

#### Революционер из центрального банка

*Пракаш Лунгани* представляет бывшего сотрудника центрального банка Швеции **Ларса Е. О. Свенссона**, лидера революционного движения в области инфляционного таргетирования

### 42 **На передовой**

#### Не бойтесь дискуссий

*Карнит Флуг* подчеркивает важность подотчетности и прозрачности в центральных банках

### 50 **Экономическое кафе**

#### На переднем крае инфляции

*Филип Лейн* из ЕЦБ говорит о важности возвращения инфляции в еврозоне к целевому уровню

### 52 **Представьте себе**

#### Действующие силы

Ряд медленно развивающихся экономических тенденций отразится на денежно-кредитной политике в долгосрочной перспективе

### 62 **Возвращение к основам**

#### Прогнозирование цен

Сегодняшние инфляционные ожидания завтра, вероятно, станут фактической инфляцией  
*Франческо Григоли*

### 67 **Книжное обозрение**

*A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021*, Алан С. Блайндер

*The Price of Time: The Real Story of Interest*, Эдвард Ченселлор

*Towards Market Economies: The IMF and the Economic Transition in Russia and Other Former Soviet Countries*, Джон Одинг-Сми





# Новые заботы центральных банков

**«РАБОТА** центрального банка и состоит в том, чтобы беспокоиться». Так описала деятельность разработчиков денежно-кредитной политики Элис Ривлин, заместитель председателя Совета Федеральной резервной

системы в 1990-х годах. В то время у центральных банков была одна главная забота: держать инфляцию под контролем.

Теперь инфляция является одной из нескольких проблем, которыми обеспокоены центральные банки. Быстро меняющиеся экономические условия оставляют меньше пространства для маневра в политике, в то время как структурные силы — геополитическая фрагментация, изменение климата, старение рабочей силы и появление цифровых денег — значительно усложняют основополагающую задачу денежно-кредитной политики. Мандаты центральных банков и даже их независимость подвергаются все большему политическому давлению. Эти новые силы и другие факторы поднимают вопросы о том, какие изменения характера денежно-кредитной политики могут потребоваться в будущем.

В этом номере видные авторы представляют свои соображения о том, как руководители центральных банков могут ориентироваться во все более усложняющемся мире.

Гита Гопинаг из МВФ обстоятельно показывает, что экономисты нуждаются в улучшенных инструментах, после того как существующие модели пропустили недавний всплеск инфляции. Маркус Бруннермайер утверждает, что в мире после пандемии с более высокой инфляцией, более низким ростом и большим объемом долга центральные банки по-прежнему проводят политику, смоделированную для времен невысокой инфляции, низких процентных ставок и уверенного экономического роста.

Как же тогда должны измениться основы политики и мандаты центральных банков? «Меньше, но лучше» — советует Рагурам Раджан. Он объясняет, почему центральным банкам следует вновь сосредоточиться на своей основной роли, поддержке стабильности цен, не забывая при этом о финансовой стабильности. По мнению Джанкарло Корсетти, исключительные обстоятельства, такие как пандемия, могут потребовать от органов денежно-кредитного и налогового-бюджетного регулирования работать сообща, но только временно и никогда — в ущерб своей независимости.

Дэвид Г. Бланшфлауэр и Эндрю Т. Левин предлагают способы, позволяющие сотрудникам центрального банка избежать соблазна группового мышления, которое может поставить под угрозу их авторитет. Грег Каплан и его соавторы показывают, как новые модели помогают нам понять влияние денежно-кредитной политики на распределение доходов и богатства. А Майкл Вебер раскрывает, каким образом более эффективная коммуникационная деятельность в области денежно-кредитной политики может формировать ожидания.

Экономика как дисциплина развивается в эпоху высокой неопределенности, которая требует размышления о моделях, принятых нормах и предположениях. Я надеюсь, что этот номер послужит стимулом для дальнейшей дискуссии. **ФР**

**ГИТА БХАТТ**, главный редактор



## НА ОБЛОЖКЕ

На фоне окончания эпохи низкой инфляции и низких процентных ставок центральные банки находятся в центре внимания — мир ждет, каковы будут их следующие шаги. На обложке мартовского номера 2023 года иллюстратор Пит Рейнольдс изобразил мировые денежно-кредитные учреждения в стремительном потоке данных.

**ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР**

Гита Бхатт

**РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР**

Морин Берк

**ЗАМЕСТИТЕЛЬ РУКОВОДЯЩЕГО РЕДАКТОРА**

Питер Уокер

**СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ**

Аналиса Бала  
Марджори Энрикес  
Николас Оуэн

**МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ**

Смита Аггарвал  
Эндрю Стэнли

**РЕДАКТОР ЦИФРОВЫХ МАТЕРИАЛОВ**

Квабена Акуамоа-Боатенг

**КРЕАТИВНЫЕ ПРОЕКТЫ И МАРКЕТИНГ**

Марта Дорошник  
Роуз Коувенхонен

**РЕДАКТОР ОНЛАЙН-ВЕРСИИ**

Рекия Еннабулсси

**МЕНЕДЖЕР ПО ПРОИЗВОДСТВУ**

Мелинда Уир

**КОРРЕКТОР**

Люси Моралес

**СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА**

Ручир Агарвал  
Бернардин Аkitоби  
Стивен Барнетт  
Хельге Бергер  
С. Пелин-Беркман  
Дарья Захарова  
Эра Дабла-Норрис  
Рупа Дуттагупта  
Мам Асту Дюф

Кеннет Канг  
Махваш Куреси  
Субир Лалл  
Рафазль Лэм  
Папа Ндиайе  
Ума Рамакришнан  
Ойя Селасун  
Давиде Фурчери  
Мартин Чихак

**ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ**

подготовлено Службой переводов МВФ

**РЕДАКТОР**

Александра Акчурина

© 2023 Международный валютный фонд. Все права защищены. Для получения разрешения на перепечатку статей Ф&Р заполните форму онлайн ([www.imf.org/external/terms.htm](http://www.imf.org/external/terms.htm)) или обратитесь по электронной почте в [copyright@imf.org](mailto:copyright@imf.org). Разрешение на перепечатку статей в коммерческих целях можно также получить за номинальную плату в Copyright Clearance Center ([www.copyright.com](http://www.copyright.com)).

Мнения, выраженные в статьях и других материалах, принадлежат авторам и не обязательно отражают политику МВФ.

Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:

IMF Publication Services

Finance & Development

P.O. Box 92780

Washington, DC, 20090, USA

Телефон: (202) 623-7430

Факс: (202) 623-7201

Эл. почта: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

Postmaster: send changes of address to Finance & Development, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC, 20090, USA.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

Finance & Development is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Russian, and Spanish. Russian edition ISSN 1020-8151





# Электронная библиотека МВФ eLibrary была обновлена для улучшения доступа к материалам и упрощения исследований.

eLibrary, в которую включены более 23 000 публикаций МВФ, наборы статистических данных и дополнительные ресурсы, станет отправной точкой Ваших исследований.

Вся информация по-прежнему предлагается бесплатно, поэтому ценные данные исследований и аналитические материалы МВФ доступны для всех.



**ПУБЛИКАЦИИ**

**Информация о мировой  
экономике у Вас  
под рукой.**



# НОВЫЙ ПОДХОД К ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ В МЕНЯЮЩЕМСЯ МИРЕ

После десятилетий затишья инфляция возвращается;  
для борьбы с ней центральные банки должны изменить свой подход  
**Маркус К. Бруннермайер**



# М

онетарная теория в экономике представлена различными направлениями научной мысли, а не единой унифицированной моделью. Каждое из этих направлений выделяет различные факторы, определяющие динамику инфляции, и рекомендует различные ответные меры экономической политики. В разные времена возникали разные задачи, и каждая из них требовала своего собственного подхода с точки зрения экономической политики.

Теперь в связи с новой волной инфляции требуется еще раз изменить акцент в денежно-кредитной политике. Преобладающая концептуальная основа, которой центральные банки придерживались после глобального финансового кризиса, начавшегося в 2008 году, не уделяет особого внимания наиболее острым надвигающимся проблемам и не позволяет смягчить их потенциальные тяжелые последствия в этих новых условиях.

После длительного периода низких процентных ставок и низкой инфляции мировая экономика вступает в фазу, характеризующуюся высокой инфляцией и высоким уровнем как государственного, так и частного долга. Пятнадцать лет назад центральные банки увидели острую необходимость включить опасения по поводу финансовой стабильности и дефляции в свои традиционные модели экономики и разработали нетрадиционные инструменты для решения обеих проблем.

Хотя финансовая стабильность по-прежнему вызывает беспокойство, существуют важные различия между текущими условиями и теми условиями, которые сложились после глобального финансового кризиса.

- В настоящее время государственный долг находится на высоком уровне, поэтому любое повышение процентных ставок в целях отражения инфляционных угроз повышает стоимость обслуживания долга, что влечет за собой непосредственные и значительные неблагоприятные бюджетные последствия для правительства. С начала кризиса COVID-19 в начале 2020 года также очевидно, что налогово-бюджетная политика может быть существенным фактором инфляции.
- Вместо дефляционного давления большинство стран испытывает чрезмерную инфляцию. Это означает, что в настоящее время существует четкий выбор между денежно-кредитной политикой, которая пытается снизить совокупный спрос путем повышения процентных ставок, и политикой, направленной на обеспечение финансовой стабильности.
- Характер и частота шоков изменились. В прошлые периоды шоки в основном были вызваны увеличением или уменьшением спроса, за исключением шоков предложения во время так называемой стагфляции 1970-х годов. Сейчас много потрясений: в части спроса или предложения, связанных с идиосинкратическими или системными рисками, носящих переходный или постоянный характер. Трудно своевременно определить истинную природу этих шоков, чтобы принять ответные меры. Руководителям центральных банков нужно быть менее придирчивыми.

Денежно-кредитная политика требует модифицированного подхода, который устойчив к внезапным и неожиданным изменениям в макроэкономическом сценарии. Меры, которые оказываются эффективными в одной макроэкономической среде, могут иметь непредвиденные последствия, когда условия внезапно меняются. В этой статье будет рассмотрено, с какими основными проблемами столкнутся центральные банки, какие монетарные теории окажутся в центре внимания и каким образом центральные банки могут избежать самонадеянности и применения тактики былых битв.

## Взаимодействие денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики

Представляется, что центральные банки выступают в качестве режиссеров современной экономики, устанавливая процентные ставки с целью стабилизировать инфляцию и часто также достичь полной занятости (в развитых странах). Существенным краеугольным камнем этого подхода, который можно назвать монетарным доминированием, является *независимость центрального банка*. Центральный банк обладает независимостью де-юре, если он юридически наделен высшими полномочиями устанавливать процентные ставки без вмешательства со стороны правительства. Однако независимость де-факто также важна: при установлении процентных ставок центральному банку не следует беспокоиться о том, увеличат ли более высокие ставки задолженность органов государственного управления или риск дефолта. В действительности, поскольку центральный банк повышает процентные ставки, а правительство вынуждено увеличивать выплаты по долговым инструментам, предполагается, что официальные органы сократят расходы, тем самым охлаждая экономику и снижая инфляционное давление. Способность центральных банков определять денежно-кредитную политику и контролировать экономику в более напряженные времена держится на независимости.

Низкие процентные ставки и менее экстремальные уровни государственного долга, которые преобладали после глобального кризиса, позволили центральным банкам игнорировать то, что тогда было относительно несущественным взаимодействием между денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой. Период после кризиса 2008 года был периодом *монетарного доминирования*, то есть центральные банки могли свободно устанавливать процентные ставки и преследовать свои цели независимо от налогово-бюджетной политики. Центральные банки предположили, что основная проблема заключается не в росте цен, а в возможности того, что слабый спрос приведет к серьезной дефляции. В итоге они сосредоточились в первую очередь на разработке нетрадиционных инструментов политики, позволяющих им обеспечивать дополнительное стимулирование. Центральные банки также прониклись уверенностью в реализации мер, которые одновременно удовлетворяли бы потребность в дальнейшем стимулировании и достижении социальных целей, таких как ускорение перехода к «зеленой» экономике или содействие экономической интеграции.

В период кризиса COVID-19 обстоятельства резко изменились. В большинстве развитых стран государственные расходы



резко возросли. В США федеральное правительство оказывало массовую и высококонцентрированную поддержку в виде «стимулирующих выплат», направляемых непосредственно домашним хозяйствам. Европейские страны первоначально осуществляли несколько более скромные программы (в основном ориентированные на предотвращение увольнения работников), а также программы расходов для содействия переходу к «зеленой» и «цифровой» экономике. Бюджетная экспансия, по-видимому, была основным фактором инфляции в США, но также способствовала инфляции в Европе. Однако по мере роста расходов страны страдали от шоков предложения беспрецедентного масштаба, в основном в результате проблем, связанных с пандемией, таких как сбои в цепочках поставок. Это усилило инфляционное давление.

Пандемия показала, что сама по себе денежно-кредитная политика не всегда контролирует инфляцию. Налогово-бюджетная политика также играет важную роль. Еще более значимо то, что сопутствующее наращивание государственного долга повысило вероятность *фискального доминирования*, при котором дефицит государственного бюджета не реагирует на денежно-кредитную политику. В то время как после глобального финансового кризиса низкий уровень долга и необходимость стимулирования экономики позволили денежно-кредитным и налогово-бюджетным органам действовать в тандеме, перспектива фискального доминирования теперь угрожает столкнуть их друг с другом. Центральные банки хотели бы повысить процентные ставки, чтобы обуздать инфляцию, в то время как органы государственного управления ненавидят увеличение процентных расходов. Они предпочли бы, чтобы центральные банки осуществляли сотрудничество посредством монетизации их долга, то есть покупки государственных ценных бумаг, которые не будут покупать частные инвесторы.

Центральные банки могут сохранить независимость только в том случае, если они дадут зарок не уступать каким-либо желаниям правительства монетизировать чрезмерный долг, что затем подтолкнет официальные органы к сокращению расходов или увеличению налогов, или и к тому, и к другому — так называемой бюджетной консолидации.

Ключевой вопрос с точки зрения экономической политики заключается в том, чем определяется победитель в борьбе между фискальным и монетарным доминированием. Правовые гарантии независимости центрального банка сами по себе недостаточны для обеспечения монетарного доминирования: законодательные органы могут угрожать изменением законов, а международные договоры могут быть проигнорированы, что может привести к тому, что центральный банк воздержится от проведения своей предпочтительной политики. Для того чтобы способствовать монетарному доминированию, центральный банк должен сохранять высокий уровень капитализации: если ему часто требуется рекапитализация от органов государственного управления, центральный банк выглядит слабым и рискует потерять общественную поддержку. Центральные банки с большими балансами, на которых находится много рискованных активов, и которые выплачивают проценты по резервам

частным банкам, могут понести значительные убытки по мере роста процентных ставок. Эти убытки могут привести к усилению давления со стороны налогово-бюджетных органов, чтобы они воздерживались от повышения процентных ставок.

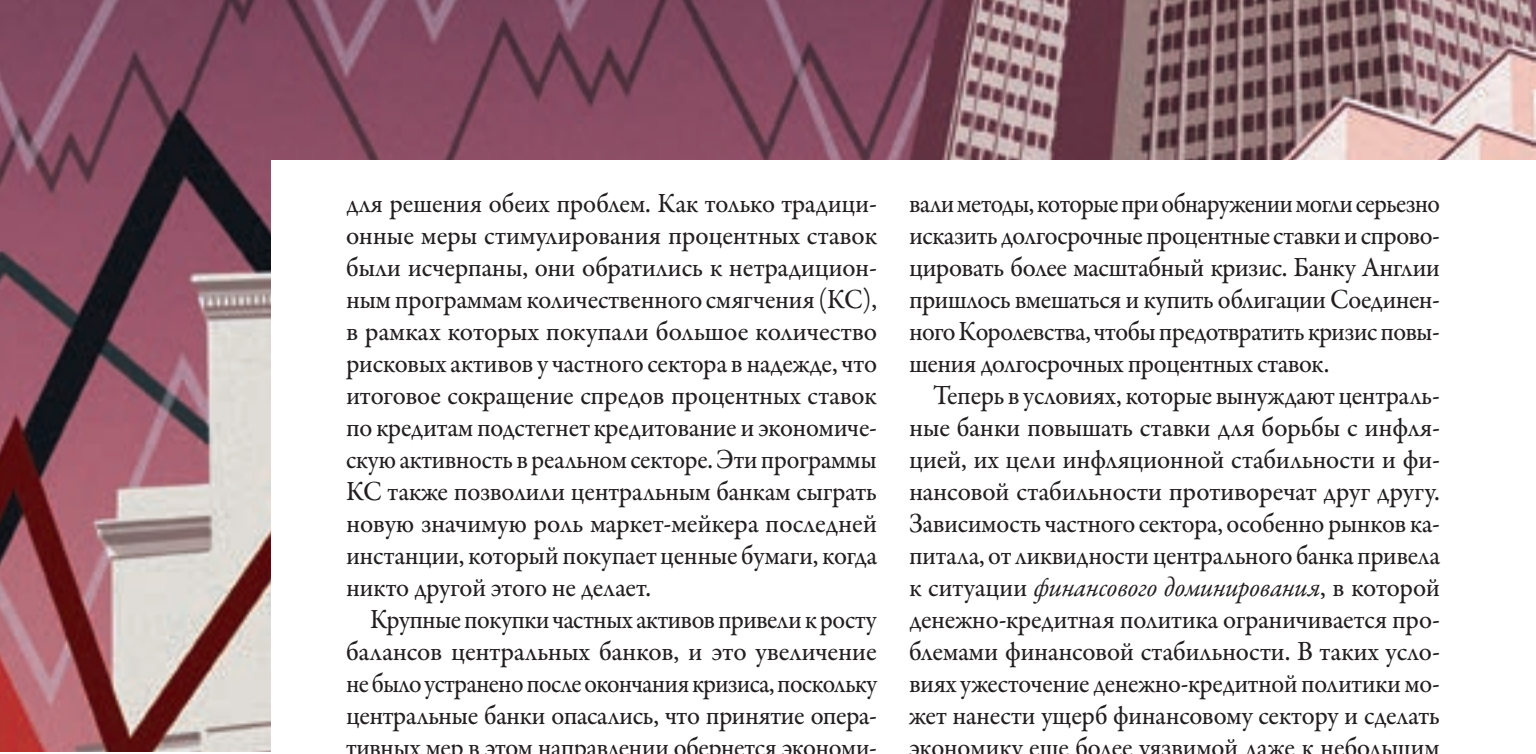
Самое главное, центральный банк должен сохранять на своей стороне общественное мнение, потому что общественность является основным источником его силы и независимости. Это означает, что центральному банку следует эффективно давать обоснование своих действий для сохранения общественной поддержки, особенно в условиях инфляции, вызванной мерами налогово-бюджетной политики. Центральный банк в итоге сохраняет свое доминирование, если он способен убедительно пообещать, что не будет оказывать правительству экстренную финансовую помощь путем монетизации государственного долга в случае дефолта.

## ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК ДОЛЖЕН СОХРАНЯТЬ НА СВОЕЙ СТОРОНЕ ОБЩЕСТВЕННОЕ МНЕНИЕ, ПОТОМУ ЧТО ОБЩЕСТВЕННОСТЬ ЯВЛЯЕТСЯ ОСНОВНЫМ ИСТОЧНИКОМ ЕГО СИЛЫ И НЕЗАВИСИМОСТИ.

### Угроза финансового доминирования

Центральные банки сталкиваются с новыми трудностями во взаимодействии денежно-кредитной и финансовой стабильности. В настоящее время они функционируют в условиях повышенного уровня долга частного сектора, пониженных премий за риск по финансовым активам, искаженных ценовых сигналов и сильной зависимости частного сектора от ликвидности, которую центральный банк предоставляет в условиях кризиса. Ключевое различие между периодом после кризиса 2008 года и сегодняшней ситуацией заключается в чрезмерно высокой инфляции. Полтора десятилетия назад двойные цели центральных банков по стимулированию экономической активности и обеспечению финансовой стабильности с помощью нетрадиционных мер политики совпали. Теперь существуют четкие компромиссы между регулированием инфляции и обеспечением финансовой стабильности, потому что повышение процентных ставок для борьбы с инфляцией угрожает дестабилизацией финансовых рынков.

После глобального кризиса центральные банки столкнулись с двойной проблемой слабого спроса и финансовой нестабильности и обязались сделать «все возможное»



для решения обеих проблем. Как только традиционные меры стимулирования процентных ставок были исчерпаны, они обратились к нетрадиционным программам количественного смягчения (КС), в рамках которых покупали большое количество рискованных активов у частного сектора в надежде, что итоговое сокращение спредов процентных ставок по кредитам подстегнет кредитование и экономическую активность в реальном секторе. Эти программы КС также позволили центральным банкам сыграть новую значимую роль маркет-мейкера последней инстанции, который покупает ценные бумаги, когда никто другой этого не делает.

Крупные покупки частных активов привели к росту балансов центральных банков, и это увеличение не было устранено после окончания кризиса, поскольку центральные банки опасались, что принятие оперативных мер в этом направлении обернется экономическим ущербом. Готовность сохранять значительные балансы привела к накоплению долга частного сектора, снижению спредов процентных ставок по кредитам, искажению ценовых сигналов и высоким ценам

вали методы, которые при обнаружении могли серьезно исказить долгосрочные процентные ставки и спровоцировать более масштабный кризис. Банку Англии пришлось вмешаться и купить облигации Соединенного Королевства, чтобы предотвратить кризис повышения долгосрочных процентных ставок.

Теперь в условиях, которые вынуждают центральные банки повышать ставки для борьбы с инфляцией, их цели инфляционной стабильности и финансовой стабильности противоречат друг другу. Зависимость частного сектора, особенно рынков капитала, от ликвидности центрального банка привела к ситуации *финансового доминирования*, в которой денежно-кредитная политика ограничивается проблемами финансовой стабильности. В таких условиях ужесточение денежно-кредитной политики может нанести ущерб финансовому сектору и сделать экономику еще более уязвимой даже к небольшим потрясениям. Степень финансового доминирования зависит от достаточности уровня капитализации частных банков для того, чтобы выдержать убытки, а также упорядоченности процедур банкротства физических лиц. Эффективно работающие законы о несостоятельности оградили бы систему от вторичных эффектов банкротства отдельного учреждения и снизили вероятность того, что центральный банк будет вынужден оказывать ему экстренную финансовую помощь. Эти проблемы усложняют для центральных банков задачу снижения инфляции, не вызывая рецессии, и несколько подрывают их фактическую независимость.

Эти проблемы требуют переосмысления того, каким образом денежно-кредитная политика воздействует на финансовую стабильность. Крайне важно, чтобы центральные банки стремились плавно восстанавливать ценовые сигналы на частных рынках, на которых они осуществляли чрезмерные интервенции. Им также следует признать, что всегда существует компромисс между их целями стабильности цен и финансовой стабильности, даже если это противоречие становится очевидным только в долгосрочной перспективе. Увеличение балансов центральных банков приводит к финансовым искажениям и ограничивает их действия в будущем. Центральным банкам следует предвидеть эту проблему и внедрять более масштабный макропруденциальный надзор, то есть осуществлять регулирование, ориентируясь не только на устойчивость отдельных институтов, что было целью финансового регулирования в прошлые периоды, но и в целях обеспечения устойчивости финансовой системы в целом. Такое усиленное макропруденциальное регулирование должно делать особый упор на мониторинг выплат дивидендов и накопление риска на небанковских рынках капитала. Наконец, центральным банкам следует пересмотреть свою роль кредиторов и мар-

## ВСЕГДА СУЩЕСТВУЕТ КОМПРОМИСС МЕЖДУ ИХ ЦЕЛЯМИ СТАБИЛЬНОСТИ ЦЕН И ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, ДАЖЕ ЕСЛИ ЭТО ПРОТИВОРЕЧИЕ СТАНОВИТСЯ ОЧЕВИДНЫМ ТОЛЬКО В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ.

на жилье ввиду расширения ипотечного кредитования. Частный сектор попал в зависимость от ликвидности, предоставляемой центральными банками, и привык к условиям низких процентных ставок. Действительно, финансовые рынки стали ожидать, что центральные банки всегда будут вмешиваться, когда цены на активы будут опускаться слишком низко. Поскольку частный сектор стал настолько зависимым от центрального банка, сдерживающий эффект сокращения балансов центральных банков может оказаться значительно более заметным, чем стимулирование, которое обеспечило КС. Пока неясно, какие проблемы могут затронуть финансовый сектор, когда денежно-кредитные условия резко изменятся, но потенциальные убытки, с которыми столкнулись пенсионные фонды Соединенного Королевства в 2022 году, служат строгим предупреждением. Эти фонды использо-

кет-мейкеров последней инстанции и позаботиться о том, чтобы любые интервенции носили лишь временный характер. Центральным банкам следует сосредоточиться на *предоставлении информации* об основе политики, которая сглаживает состояние ликвидности, не приводя к постоянным покупкам активов.

## Инфляционные ожидания и «якоря»

Сегодня шквал шоков предложения и других шоков подталкивает инфляцию вверх и угрожает отвязать инфляционные ожидания от целевого показателя инфляции центрального банка или «якоря». После периода так называемой «Великой умеренности» 1980-х и 1990-х годов, когда динамика инфляции и экономического роста была благоприятной, инфляционные ожидания оставались стабильными во всех развитых странах. После мирового финансового кризиса были даже опасения снижения общего уровня цен (дефляции). Однако быстрый рост инфляции, который последовал за пандемией COVID-19, заставил центральные банки осознать, что время опасений по поводу дефляции прошло; вероятность того, что инфляция превысит целевые показатели центрального банка в среднесрочной перспективе, снова вызывает обеспокоенность.

Центральные банки переусердствовали в изучении уроков кризиса 2008 года, которые заставили их отказаться от традиционного подхода к инфляционным ожиданиям. С этим сдвигом в мышлении в значительной степени связаны первоначальные ошибочные заключения в отношении угрозы инфляции во время пандемии. Центральные банки считали само собой разумеющимся, что инфляция побеждена с 1980-х годов, это заставило их полагать, что инфляционные ожидания всегда будут оставаться хорошо зафиксированными. Исходя из этого предположения центральные банки считали, что можно разогреть экономику, то есть допускать снижение безработицы ниже так называемого естественного (или неинфляционного) уровня, не подвергаясь значительному риску. Они также считали безопасным принятие долгосрочных обязательств в отношении мер политики (например, заявления о том, что они будут поддерживать процентные ставки на низком уровне в долгосрочной перспективе), поскольку представлялось, что эти обязательства вряд ли будут иметь долгосрочные инфляционные последствия. Однако такие обязательства могут негативно повлиять на ожидания, если в будущем центральные банки не смогут их выполнить. Кроме того, страх перед *дефляцией* заставил центральные банки принять подход к политике с опорой на данные, который намеренно задерживал любое ужесточение. С тем чтобы гарантировать, что объем производства не сократится раньше времени, центральные банки не повышают ставки, когда они ожидают повышения инфляции в будущем (например, потому что безработица ниже ее естественного уровня,

как ожидается, приведет к перегреву экономики). Вместо этого прежде чем принять меры, они дожидаются, пока инфляция материализуется.

Центральные банки также выбрали беспечный подход к преодолению шоков предложения. Экономические модели, обычно используемые центральными банками, часто подразумевают, что денежно-кредитная политика не должна полностью нейтрализовать инфляцию, вызванную шоками предложения, потому что такая инфляция носит лишь временный характер (заканчивается, когда предложение увеличивается), а политика процентных ставок предназначена для контроля совокупного спроса. Между тем стандартный аргумент заключается в том, что центральному банку следует сопоставлять выгоды от охлаждения временной инфляции с издержками от угнетения экономического роста. Однако неспособность реагировать на шоки предложения посредством принятия мер по сокращению совокупного спроса, может дестабилизировать фиксацию инфляционных ожиданий и помешать центральному банку достичь его целей в будущем. Парадоксально, но война в Украине укрепила фиксацию инфляционных ожиданий, потому что она дала центральным банкам возможность объяснить, почему инфляция так сильно возросла.

Концептуальная основа, принятая центральными банками после кризиса 2008 года, по-видимому, еще не ослабила фиксацию инфляционных ожиданий. Однако ожидать начала ослабления фиксации, чтобы начать менять основу, могло бы дорого обойтись. В последних данных по инфляционным ожиданиям уже появились предупреждающие сигналы. Потеря фиксации инфляционных ожиданий с сопутствующей ей потребительской и деловой неопределенностью будет препятствовать динамике как совокупного спроса, так и предложения. Это будет иметь важные последствия как для центральных банков (поскольку будет мешать их способности контролировать инфляцию), так и для экономической деятельности, потому что потребители и компании будут медлить с покупками и инвестированием.

Для решения этих проблем центральным банкам следует вернуться к курсу денежно-кредитной политики, при котором стабилизация инфляционных ожиданий является центральным приоритетом. Политику нельзя ужесточать только после того, как произошел рост инфляции. Вместо этого центральным банкам следует принимать меры, как только загораются предупредительные сигналы. Центральные банки должны учитывать ожидания в отношении будущей инфляции как домашних хозяйств, так и финансовых рынков, поскольку эти ожидания формируют как условия совокупного спроса, так и цены на активы. **ФР**

**МАРКУС К. БРУННЕРМАЙЕР** — профессор экономики Принстонского университета, стипендиат Фонда Эварда С. Стэнфорда.



# МЕНЬШЕ, НО ЛУЧШЕ

Более сфокусированные и менее интервенционистские центральные банки, вероятно, достигли бы лучших результатов

Рагурам Раджан

**Р**епутация руководителей центральных банков промышленно развитых стран сильно пострадала в глазах общественности. Еще недавно они были героями, которые поддерживали вяло растущую экономику с помощью нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, способствовали трудоустройству представителей меньшинств, позволяя рынку труда немного нагреться, и даже пытались сдерживать изменение климата, одновременно упрекая парализованные законодательные органы в недостаточности усилий. Теперь же представителей центральных банков обвиняют в том, что они не справились со своей самой основной задачей — поддержанием инфляции на низком и стабильном уровне. Политики, почувствовавшие запах крови и с недоверием относящиеся к неизбежным руководителям, хотят пересмотреть мандаты центральных банков.

Неужели центральные банки так ошиблись? Если да, то что им следует делать?

## Доводы в пользу центральных банков

Начну с того, почему не следует судить центральные банки слишком строго. Задним умом, конечно, все крепки. Пандемия носила беспрецедентный характер, и ее последствия для глобализированной экономики было очень трудно предвидеть. Нелегко было предугадать и ответные меры налогово-бюджетной политики, которые, наверное, были гораздо более щедрыми, потому что полярно настроенные члены законодательных органов не могли договориться о том, какие группы из них исключить. Мало кто мог себе представить, что в феврале 2022 года Владимир Путин начнет войну, которая приведет к дополнительным нарушениям в цепочках поставок и резкому росту цен на энергоносители и продовольствие.

Несомненно, центральные банки слишком медленно реагировали на нараставшие признаки инфляции. Отчасти этому способствовало то, что они считали, что все еще находятся в режиме, сформировавшемся после финансового кризиса 2008 года, при котором любые отдельные скачки цен, даже на нефть, почти не оказывали воздействия на общий уровень цен. Пытаясь ускорить чрезмерно низкую инфляцию, во время пандемии Федеральная резервная система США даже изменила свою стратегию, объявив о том, что она будет меньше реагировать на ожидаемую инфляцию и дольше сохранять более адаптивную политику. Эта стратегия была уместна в период структурно низкого спроса и слабой инфляции, но совершенно не подходила в преддверии начала быстрого роста инфляции, когда одно увеличение цен влекло за собой другое. Но кто знал, что «времена меняются»?

Даже если было бы можно полностью предвидеть ситуацию, действия центральных банков, которые в действительности информированы не лучше, чем опытные участники рынка, все равно, по понятным причинам, могли отставать от реальности. Центральные банки снижают инфляцию за счет замедления экономического роста. Принимаемые ими меры должны восприниматься как обоснованные, иначе они потеряют свою независимость. В ситуации, когда правительства израсходовали триллионы на поддержку экономики, занятость только что восстановилась после крайне низких уровней, а инфляция на протяжении более десяти лет была едва заметна, лишь безрассудный руководитель центрального банка пошел бы на замедляющее экономический рост повышение ставок, если общественность еще не видела опасности в инфляции. Другими словами, упреждающее повышение ставок, замедляющее рост, было бы лишено общественной легитимности — особенно если бы эти меры ока-

зались успешными и роста инфляции впоследствии не произошло, и тем более если бы они понизили «пузырящиеся» цены на финансовые активы, которые давали обществу ощущение благополучия. Центральным банкам было нужно, чтобы общественность увидела более высокую инфляцию, прежде чем они могли принять решительные меры для противодействия ей.

В целом, руки представителей центральных банков были связаны по нескольким причинам: из-за прошлых событий и связанных с ними убеждений, стратегий, принятых для борьбы с низкой инфляцией, а также политики того времени, причем все эти факторы оказывали воздействие друг на друга.

### Доводы против

Однако закончить анализ событий на этом этапе, вероятно, было бы слишком великодушно по отношению к центральным банкам. В конце концов, их собственные прошлые действия привели к сужению пространства для маневра, и не только по изложенным выше причинам. Возьмем, к примеру, возникновение бюджетного доминирования (когда центральный банк содействует осуществлению бюджетных расходов правительства) и финансового доминирования (когда центральный банк подчиняется императивам рынка). Очевидно, что между этими явлениями и действиями центрального банка за последние несколько лет есть некоторая связь.

## Хотя центральные банки могут утверждать, что недавние события застали их врасплох, они сыграли роль в ограничении собственных возможностей для принятия мер.

Длительные периоды низких процентных ставок и высокой ликвидности провоцируют рост цен на активы и связанное с ним увеличение заимствований. Как государственный сектор, так и частный сектор повысили свои уровни задолженности. Конечно, пандемия и война Путина подтолкнули рост государственных расходов. Но на него также повлияли сверхнизкие долгосрочные процентные ставки и рынок облигаций, напряженность на котором приглушалась такими действиями центрального банка, как количественное смягчение. Действительно, существовали аргументы в пользу целевых государственных расходов, финансируемых за счет выпуска долгосрочных долговых обязательств. Однако здравомыслящие экономисты, обосновавшие необходимость расходов, сделали недостаточно оговорок в своих рекомендациях, а раскол в политической системе привел к тому, что единственный вариант расходов,

который мог быть принят на законодательном уровне, предусматривал помощь всем сразу. Политики, как обычно, опирались на несостоятельные, но удобные теории (например, на современную монетарную теорию), которые служили им основанием для безудержного наращивания расходов.

Центральные банки усугубили эту проблему, скупая государственные долговые обязательства, финансируемые за счет резервов овернайт и тем самым сокращая сроки погашения финансирования консолидированных балансов правительства и центрального банка. Это означает, что на фоне роста процентных ставок сфера государственных финансов — особенно в странах с низкими темпами роста и значительным уровнем задолженности — может стать более проблемной. Бюджетные вопросы уже оказывают негативное влияние на политику некоторых центральных банков: так, Европейский центральный банк обеспокоен последствиями своих мер денежно-кредитной политики для «фрагментации», при которой доходность долговых обязательств более слабых с точки зрения бюджетных возможностей стран раздувается по сравнению с долговыми обязательствами более сильных стран. Возможно, центральным банкам, по крайней мере, следовало бы признать изменение характера политических процессов, которое сделало ничем не ограниченное расходование средств в ответ на потрясения более вероятным, даже если они не предвидели этих потрясений. Это могло бы заставить их более осторожно подходить к снижению ставок по долгосрочным инструментам и поддержанию низких долгосрочных директивных ставок.

Частный сектор также увеличил заимствования, как на уровне домашних хозяйств (например, в Австралии, Канаде и Швеции), так и на уровне корпораций. Но есть еще одна новая, часто упускаемая из виду проблема, — зависимость от ликвидности. Пока ФРС активно выпускал резервные активы в рамках количественной адаптации, коммерческие банки финансировали резервы в основном за счет оптовых депозитов до востребования, фактически сокращая сроки погашения своих обязательств. Кроме того, стремясь получить комиссионные от большого объема низкодоходных резервов на своих балансах, банки выдавали всевозможные обещания ликвидности частному сектору — в виде гарантированных кредитных линий, поддержки маржи по спекулятивным позициям и так далее.

Проблема в том, что в то время как центральный банк сокращает свой баланс, коммерческим банкам трудно быстро избавиться от этих обещаний. Частный сектор становится намного более зависимым от центрального банка как источника поддержания ликвидности. Впервые это можно было наблюдать на примере потрясений в области пенсионного обеспечения в Великобритании в октябре 2022 года, которые были смягчены благодаря вмешательству центрального банка и отказу правительства от своих непомерных планов расходов. Однако этот эпизод свидетельствует о зависимости частного сектора от ликвидности, которая потенциально может повлиять на планы центрального банка по сокращению его баланса с целью уменьшения адаптивной направленности денежно-кредитной политики.

И, наконец, высокие цены на активы вызывают угрозу асимметричных действий центрального банка: центральный банк быстрее принимает адаптивные меры при снижении экономической активности или падении цен на активы, но менее охотно повышает ставки, когда цены на активы, а следом и экономическая активность, растут. Действительно, в 2002 году, выступая на конференции Федерального резервного банка Канзас-Сити в Джексон Хоул, Алан Гринспен заявил, что, хотя ФРС не может распознать или предотвратить бум цен на активы, она может «смягчить последствия после его наступления и, хочется надеяться, облегчить переход к следующему периоду подъема», тем самым сделав асимметрию каноном политики ФРС.

Высокие цены на активы, высокий уровень долга частного сектора и зависимость от ликвидности говорят о том, что центральный банк может столкнуться с финансовым доминированием, при котором денежно-кредитная политика реагирует на финансовые изменения в частном секторе, а не на инфляцию. Независимо от того, намерена ли ФРС подчиниться, текущие прогнозы в отношении частного сектора о том, что она будет вынуждена быстро снижать директивные ставки, усложняют ее задачу отхода от адаптивной денежно-кредитной политики. ФРС придется действовать более жестко в течение более длительного периода, чем было бы предпочтительно в отсутствие таких ожиданий со стороны частного сектора. А это означает более тяжелые последствия для мировой экономической активности. Это также означает, что, когда цены на активы достигнут нового равновесия, домашние хозяйства, пенсионные фонды и страховые компании понесут значительные убытки, причем зачастую это будут не те субъекты, которые получили выгоду от роста. Управляемые бюрократами государственные пенсионные фонды, а также неискушенные и относительно бедные слои населения часто приобретают активы ближе к концу бума цен на них, что вызывает проблемы для распределения, определенную долю ответственности за которые несет центральный банк.

Одним из вопросов, для которых политика центральных банков стран с резервной валютой имеет последствия, а центральные банки не несут большой ответственности, являются внешние вторичные эффекты их политики. Очевидно, что политика основных стран с резервной валютой влияет на периферийные страны через потоки капитала и колебания обменных курсов. Центральный банк периферийной страны должен принимать ответные меры независимо от того, соответствуют ли они внутренним условиям, — в противном случае страна пострадает от более долгосрочных последствий, таких как бум цен на активы, чрезмерное заимствование и, в конечном итоге, кризис задолженности. Я вернусь к этому вопросу в заключении.

Таким образом, хотя центральные банки могут утверждать, что недавние события застали их врасплох, они сыграли роль в ограничении собственных возможностей для принятия мер. Своими асимметричными и нетрадиционными мерами политики, якобы направленными на решение проблемы находящейся у нижней границы директивной ставки, они вызвали целый ряд дисбалансов, которые не только усложнили борьбу

с инфляцией, но также затруднили отход от превалирующего набора мер экономической политики, даже несмотря на изменение режима инфляции в сторону существенно более высокой инфляции. Центральные банки не являются невинными наблюдателями, какими их иногда представляют.

## Размывание функций

Что будет дальше? Центральные банки хорошо умеют противодействовать высокой инфляции и располагают необходимыми для этого инструментами. Нужно позволить им свободно выполнять их работу.

Но когда центральным банкам удастся снизить инфляцию, мы, вероятно, вернемся в мир низких темпов роста. Трудно представить, что может компенсировать такие факторы, как старение населения, замедление роста в Китае и подозрительный, милитаризирующийся и деглобализирующийся мир. Этот мир низких темпов роста и, возможно, низкой инфляции не так хорошо понятен центральным банкам. Инструменты, которые центральные банки использовали после финансового кризиса, например количественное смягчение, оказались не особенно эффективны для повышения темпов роста. Более того, агрессивные действия со стороны центральных банков могут привести к усилению бюджетного и финансового доминирования.

Итак, когда ситуация стабилизируется, как должны выглядеть мандаты центральных банков? Центральные банки не являются очевидным выбором ведомства для борьбы с изменением климата или содействия инклюзивности. Зачастую у них нет полномочий на решение этих вопросов. Вместо того чтобы узурпировать мандаты в политизированных областях, будет лучше, если центральные банки дождутся, пока соответствующие полномочия не будут установлены для них выбранными представителями народа. Но разумно ли наделять центральные банки полномочиями в этих областях? Во-первых, эффективность инструментов центральных банков в таких областях, как борьба с изменением климата или неравенством, ограничена. Во-вторых, не могут ли новые полномочия повлиять на их эффективность в выполнении основного мандата (мандатов)? Например, может быть, новая стратегия ФРС, требующая уделять внимание инклюзивности, сдерживает повышение ставок, поскольку, к сожалению, в периоды роста малообеспеченные меньшинства обычно принимаются на работу в последнюю очередь? Наконец, могут ли эти новые мандаты подвергнуть центральный банк совершенно новому сочетанию факторов политического давления и провоцировать новые формы авантюризма центральных банков? Все это не означает, что центральные банки не должны беспокоиться о последствиях изменения климата или неравенства в рамках своего прямого мандата (мандатов). Они даже могут следовать прямым указаниям выбранных представителей в некоторых вопросах (например, покупать «зеленые» облигации вместо «коричневых» при интервенциях на рынках), хотя это создало бы для них риск внешнего микроменеджмента. Однако задачу непосредственной борьбы с изменением климата или неравенством лучше предоставить правительству, а не центральному банку.

Но как быть с их мандатом и основами ценовой стабильности? Предыдущий анализ показал фундаментальное противоречие, с которым сталкиваются центральные банки. До сих пор существовало мнение, что им необходима одна основа, — например, основа для инфляционного таргетирования, которая обязала бы их поддерживать инфляцию в пределах коридора или симметрично вблизи целевого уровня. Однако, по словам генерального управляющего Банка международных расчетов (БМР) Агустина Карстенса, режим низкой инфляции может сильно отличаться от режима высокой инфляции. В зависимости от режима может возникнуть необходимость в изменении подхода. При режиме низкой инфляции, когда инфляция остается низкой несмотря на ценовые шоки, центральным банкам, возможно, нужно согласиться быть более терпимыми к инфляции в будущем, чтобы повысить ее уровень сегодня. Иначе говоря, как выразился Пол Кругман, они должны взять на себя обязательство быть рационально безответственными. Это означает принятие мер политики и основ, которые в действительности связывают им руки, обязывая их сохранять адаптивную политику в течение длительного времени. Но, как утверждалось выше, это может ускорить смену режима, например за счет ослабления предполагаемых бюджетных ограничений.

И наоборот, при режиме высокой инфляции, когда каждый ценовой шок вызывает новый, центральным банкам необходима твердая приверженность снижению инфляции максимально быстрыми темпами, в соответствии с мантрой: «Если вы смотрите инфляции в глаза, то уже слишком поздно». Таким образом, заложенные в основах обязательства по сдерживанию инфляции, необходимые при режиме низкой инфляции, несовместимы с обязательствами, требуемыми при режиме высокой инфляции. Однако центральные банки не могут просто изменять свои обязательства в зависимости от режима, иначе они потеряют преимущества, связанные с принятием обязательства. Возможно, им придется выбрать одну основу для всех режимов.

## Выбор основы

Если так, то баланс рисков показывает, что центральным банкам следует вновь сосредоточить внимание на своем мандате по борьбе с высокой инфляцией с использованием стандартных инструментов, таких как политика процентных ставок. Что делать, если инфляция слишком низкая? Возможно, как и в случае с COVID-19, нам следует научиться с этим жить и избегать таких инструментов, как количественное смягчение, которые оказывают сомнительно положительное воздействие на реальную активность, вносят искажения в кредитование, цены на активы и ликвидность и которые трудно прекратить использовать. Возможно, если низкая инфляция не переходит в дефляционную спираль, центральным банкам не следует чересчур беспокоиться по этому поводу. Десятилетия низкой инфляции не являются причиной снижения темпов роста экономики и производительности труда в Японии. В этом больше виноваты старение населения и сокращение рабочей силы.

Усложнять мандаты центральных банков не следует, но для содействия поддержанию финансовой стабильности

им может потребоваться более эффективный мандат. Во-первых, финансовые кризисы, как правило, приводят к чрезмерно низкой инфляции, с которой центральным банкам трудно бороться. Во-вторых, способы, которыми они обычно противодействуют длительным периодам слишком низкой инфляции, как видим, способствуют росту цен на активы и, следовательно, росту уровней задолженности и потенциально дальнейшей финансовой нестабильности. К сожалению, несмотря на то что монетарные теоретики утверждают, что проблему финансовой стабильности лучше всего решать с помощью макропруденциального надзора, до сих пор этот метод не был эффективен, о чем свидетельствует рост цен на жилье в крупнейших странах. Кроме того, макропруденциальная политика может не оказывать значительного влияния на новые или удаленные от банков области финансовой системы, что подтверждается пузырями криптовалют и мемовских акций и их схлопыванием. Хотя нам действительно необходим более полный охват финансовой системы, особенно небанковской теневой финансовой системы, с макропруденциальным регулированием, нам также следует помнить, что денежно-кредитная политика, как выразился Джереми Стайн, «проникает во все щели». Тогда, возможно, такие полномочия должны влечь за собой определенную ответственность!

А как насчет ответственности за внешние последствия принимаемых мер? Любопытно, что центральные банки, которые в большей степени сосредоточены на внутренней финансовой стабильности, чаще принимают меры денежно-кредитной политики с меньшим числом вторичных эффектов. Тем не менее представителям центральных банков и науки следует начать диалог о вторичных эффектах. В целом неполитизированную дискуссию можно начать в БМР в Базеле, где представители центральных банков регулярно проводят встречи. В дальнейшем диалог можно перенести в МВФ с участием представителей правительств и большего числа стран, которые обсудят, как должны измениться мандаты центральных банков в интегрированном мире. Однако до проведения такого диалога и достижения политического консенсуса по мандатам, возможно, будет достаточно вновь нацелить центральные банки на выполнение первичного мандата по борьбе с высокой инфляцией при соблюдении вторичного мандата по поддержанию финансовой стабильности.

Не приведут ли эти двойные мандаты к тому, что мир будет обречен на низкий рост? Нет, но они вновь перенесут бремя поддержки экономического роста на частный сектор и правительство, как и должно быть. Если бы деятельность центральных банков носила более сфокусированный и менее интервенционистский характер, они, вероятно, достигли бы лучших результатов, чем тот мир с высокой инфляцией, высоким уровнем долга и низкими темпами роста, в котором мы сейчас живем. Возможно, для центральных банков меньше — действительно лучше. **ФР**

---

**РАГУРАМ РАДЖАН** — профессор Школы бизнеса им. Бута Чикагского университета. Он также был председателем Резервного банка Индии с 2013 по 2016 год.





# КРИЗИС И

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Пандемия и война создали новые трудности для центральных банков мира на ближайшие годы

**Гита Гопинат**

Глобальный всплеск инфляции, который внезапно положил конец десятилетиям умеренного роста цен, произошел в уникальных условиях стечения кризисов: глобальной пандемии и вторжения России в Украину.

Теперь экономисты должны задаться вопросом: «Какие уроки преподносит эта эпоха с точки зрения денежно-кредитной политики?» Мы могли бы начать с уроков пандемии и войны, которые имеют отношение к денежно-кредитной политике, даже если мир в итоге вернется в условия низких процентных ставок и низкой инфляции. Большинство экономистов просмотрели всплеск инфляции, и нам нужно понять, почему, а также каким образом денежно-кредитная политика должна будет измениться в будущем.

Однако некоторые последствия кризиса (высокая инфляция, сбои в цепочке поставок, усиление торговых барьеров) могут сохраняться гораздо дольше или усиливаться. Это может поставить под угрозу макроэкономическую стабильность во всем мире, особенно в странах с формирующимся рынком. Как мы можем этого избежать?

### Учет всплеска инфляции

Стремительный рост цен стал неожиданностью с точки зрения докризисных систем экономической политики, особенно для стран с развитой экономикой. Эмпирические данные свидетельствуют о том, что когда снизилась безработица, инфляция повысилась незначительно, что соответствует очень плоской кривой Филлипса.

Эти данные были подкреплены динамикой инфляции до пандемии, которая оставалась сдержанной, даже когда под влиянием денежно-кредитного стимулирования безработица опустилась до очень низких уровней.

Однако эти модели, в которые встроены низкий наклон кривой Филлипса, плохо объясняли рост цен, связанный с пандемией. Большинство прогнозов инфляции, основанных на этих моделях, в том числе и наши в МВФ, значительно занижало ее.

Хотя высокая инфляция частично отражает необычные события, некоторые ошибки прогноза, вероятно, указывают на наше непонимание кривой Филлипса и стороны предложения экономики.

В то время как стандартная кривая Филлипса связывает инфляцию с разрывом уровня безработицы, быстрое восстановление занятости, возможно, сыграло значительную роль в стимулировании инфляции, подразумевая, что «эффекты скорости» имеют большее значение, чем считалось ранее. В наклоне кривой Филлипса также могут быть важные нелинейные взаимосвязи: давление на цены и заработную плату вследствие снижения безработицы становится более выраженным, когда экономика разогревается, чем когда она находится ниже полной занятости. Наконец, рост цен на товары во время восстановления экономики (когда ограничения спроса на услуги и их предложения означали, что мощное стимулирование сильно отражалось на товарах) свидетельствуют о важности ограничений, связанных с производственными мощностями, как на отраслевом, так и на агрегированном уровне.

## Инфляционные риски от перегрева экономики могут быть намного значительнее, чем нам представлялось ранее.

### Уроки для денежно-кредитной политики

Одним из выводов из этих наблюдений является то, что нам нужны более совершенные модели совокупного предложения, которые отражают уроки пандемии. Например, это поможет продолжить разработку секторальных моделей, в которых проводится различие между товарами и услугами и учитываются ограничения, связанные с производственными мощностями сектора, в целях содействия учету влияния скорости и нелинейности как на отраслевом, так и на агрегированном уровнях.

Однако нам также следует пересмотреть рекомендации по вопросам экономической политики, широко распространенные до пандемии, которые были основаны на плоской кривой Филлипса.

Одна из таких рекомендаций гласила, что безработица значительно ниже ее естественного уровня является приемлемой,

даже желательной. До пандемии разогрев экономики представлялся эффективной мерой в США и других странах с развитой экономикой. Безработица упала до исторического минимума, в том числе для уязвимых групп работников, в то время как инфляция оставалась ниже целевого уровня.

Однако инфляционные риски от перегрева экономики могут быть намного значительнее, чем нам представлялось ранее.

Пандемия также высветила трудности в оценке экономического спада. Хотя при плоской кривой Филлипса неправильная оценка не является серьезной проблемой, дело обстоит иначе в случае нелинейной кривой, когда безработица падает ниже весьма неопределенного естественного уровня. В этой ситуации директивные органы могут невольно опустить безработицу ниже своей (чрезмерно оптимистичной) оценки ее естественного уровня и вызвать всплеск инфляции, как, вероятно, и произошло во время Великой инфляции 1970-х годов. Кроме того, опыт пандемии указывает на то, что разогрев экономики повышает вероятность того, что ключевые сектора столкнутся с ограничениями, связанными с производственными мощностями, создавая инфляционное давление, которое может стать широкомасштабным.

Разогрев экономики все же может быть желательным в определенных обстоятельствах, но директивные органы должны быть более подготовлены к возможному ухудшению ситуации и осторожны с чрезмерным стимулированием.

Другая точка зрения, распространенная до пандемии, заключалась в том, что крупные центральные банки могут пользоваться своим авторитетом, чтобы «не замечать» временные шоки предложения, такие как высокие цены на нефть, и допускать, что инфляция будет преходящей. Директивные ставки корректировались в ответ на эффекты второго порядка, то есть более стойкие последствия инфляции. Однако они, как правило, оценивались как незначительные, поэтому директивным органам не приходилось применять существенные ответные меры даже в случае крупных шоков, что согласуется с благоприятным балансом между инфляцией и занятостью.

Пандемия подчеркнула, что шоки предложения могут с удивительной скоростью вызвать широкие, устойчивые инфляционные последствия. Сильное повышательное давление на цены в некоторых отраслях может распространяться через цепочки поставок и на заработную плату или оказывать воздействие на инфляционные ожидания, влияя на ценообразование или установление размеров заработной платы.

Это говорит о том, что при определенных условиях центральным банкам следует реагировать более решительно. Исходные условия, скорее всего, имеют важное значение: упущение временного шока может вызвать проблемы, если инфляция уже высока, поэтому дополнительные шоки с большей вероятностью дестабилизируют ценовые ожидания. Возможно, центральным банкам также придется быть более решительными в ответных мерах экономической политики в условиях сильной экономики, где производители легко могут переложить растущие расходы, а работники менее охотно принимают снижение реальной заработной платы. Центральному банку также может понадобиться принимать

больше ответных мер, если шоки носят масштабный характер, а не сосредоточены в конкретных секторах.

## Риск продолжительности

Уроки в отношении кривой Филлипа и рекомендаций по экономической политике, основанных на ее плоской форме, нашли бы применение даже в условиях до пандемии с типично низкими процентными ставками и инфляцией, в которых исчезают проблемы со стороны предложения. Однако также существует вероятность гораздо более устойчивой инфляции, которая ослабляет фиксацию ожиданий, а также более затяжных сбоев в глобальных цепочках поставок и открытой торговле.

Основным риском является то, что высокая инфляция ослабляет фиксацию инфляционных ожиданий. Это усложнит компромиссы в денежно-кредитной политике, потому что снижение курса валюты и шоки предложения будут иметь гораздо более устойчивые инфляционные последствия. Более значительное повышение процентных ставок для сдерживания инфляции приведет к большему сокращению объема производства. За последний год значительное и сконцентрированное на начальном этапе ужесточение денежно-кредитной политики несколькими центральными банками помогло ослабить риски отвязки от ориентира. Тем не менее центральные банки должны сохранять бдительность.

Проблема для центральных банков также усугубится, если шоки предложения укрепятся сильнее. Такое может произойти, если страны решат снизить риск сбоев в цепочке поставок путем повышения торговых барьеров. Это подвергло бы страны повышению волатильности шоков предложения, что, в свою очередь, усложнило бы компромиссы в отношении денежно-кредитной политики и затруднило стабилизацию экономики.

Центральным банкам в странах с формирующимся рынком придется особенно тяжело в случае усиления фрагментации торговли и ослабления фиксации инфляционных ожиданий. Эти страны уже более уязвимы к внешним потрясениям и могут столкнуться с более жесткими компромиссами в отношении экономической политики.

В принципе, пандемия и война могут также иметь устойчивые последствия для спроса в экономике за счет влияния на равновесную реальную процентную ставку (ставку, при которой в долгосрочной перспективе экономика достигает своего потенциального объема производства без инфляции). Они могут повлиять в том числе на неравенство, демографическую ситуацию, производительность, спрос на безопасные активы, а также государственные инвестиции и долг. Например, пандемия и война могут привести к еще большему снижению равновесной ставки за счет увеличения спроса на безопасные активы и роста неравенства.

В целом, эти последствия, вероятно, не будут особенно значительными, и, соответственно, равновесная ставка, скорее всего, останется низкой, хотя сохраняется неопределенность в отношении ее фактического уровня. Более того, устойчивый переход к дефицитному финансированию или значительному увеличению климатических инвестиций может существенно повысить равновесную ставку.

## Значение для экономической политики

Пандемия и война создали дополнительные трудности для центральных банков. В последние годы страны с развитой экономикой сосредоточились на обеспечении достаточных стимулов для поддержки роста и повышения низкой инфляции. Задача состояла в том, чтобы обеспечить необходимые возможности с помощью почти нулевых процентных ставок, когда казалось, что инфляции суждено оставаться на низком уровне.

Теперь эти кризисы показывают центральным банкам, что управление рисками означает учет слишком низкой или слишком высокой инфляции, а также вероятности усиления противоречий между целями стабильности цен и занятости или экономического роста. Пандемия также показала, что взаимосвязь между безработицей и инфляцией, заложенная в кривой Филлипа, может быть неплоской в условиях прочной экономики, и что шоки, такие как высокие цены на энергоносители, могут проявляться по-разному в благоприятные периоды и периоды пониженного роста.

Соответственно, более ощутимый риск быстрого роста инфляции означает, что крайне важно пересмотреть надежность таких стратегий, как разогрев экономики и рассмотрение шоков предложения как временных. Эти стратегии дают преимущества, но также повышают риски для стабильности цен.

Помимо этих уроков, есть опасения, что пандемия и война могут привести к более значительным шокам предложения и ослаблению фиксации инфляционных ожиданий. Эти риски являются самыми значительными для стран с формирующимся рынком, особенно с высоким уровнем задолженности. Однако ввиду наиболее быстрой динамики инфляции за последние десятилетия центральные банки стран с развитой экономикой также сталкиваются со значительными рисками, поэтому им необходимо придерживаться курса и поддерживать ограничительные ставки денежно-кредитной политики, пока они не увидят устойчивые признаки возвращения инфляции к целевому уровню. Мы не можем обеспечить устойчивый экономический рост без восстановления стабильности цен.

Тогда как центральные банки должны играть ведущую роль в борьбе с инфляцией, другие меры политики могут помочь. Налогово-бюджетная политика должна играть определенную роль, обеспечивая адресную помощь для наиболее уязвимых слоев населения, которая не оказывает стимулирующего влияния на экономику. Директивные органы должны продвигать климатическую повестку в целях сохранения экономической и финансовой стабильности. Наконец, меры по сокращению рисков фрагментации мировой торговли снизят риск шоков предложения и помогут увеличить потенциальный объем производства в мире. **ФР**

**ГИТА ГОПИНАТ** — первый заместитель директора-распорядителя МВФ.

# Время перемен

*Пришло время переосмыслить фундамент и основы денежно-кредитной политики*

Масааки Сиракава



ФОТО ПРЕДСТАВИЛ МАСААКИ СИРАКАВА

**В** 2008 году Королева Елизавета II задала профессорам Лондонской школы экономики (ЛШЭ) знаменитый вопрос о мировом финансовом кризисе: «Почему никто не видел его приближения?» Если бы Карл III шел по стопам своей матери, он непременно задал бы сегодня похожий вопрос, но о высокой инфляции.

И этот вопрос является более веским по двум причинам. Во-первых, до недавнего всплеска инфляции до рекордных уровней за последние 40 лет многие центральные банки в странах с развитой экономикой были чрезвычайно обеспокоены низкой инфляцией. Во-вторых, они с уверенностью утверждали, что инфляция является временной, и не предпринимали мер для ее сдерживания даже в условиях быстрого роста цен. Триггерные события, прежде всего нарушения торговли и производства вследствие пандемии и войны в Украине, касались стороны предложения. Считалось, что эти события не относятся к сфере компетенции денежно-кредитной политики. Однако влияние триггерных событий на инфляцию различается в зависимости от сложившихся до этих событий финансовых условий, которые, в свою очередь, определялись денежно-кредитной политикой. Поэтому центральные банки не являются полностью невинными.

Так же как тогда, когда королева задала свой вопрос профессорам ЛШЭ, сейчас снова настало время, для того чтобы ученые и центральные банки провели глубокую переоценку ценностей, относящихся к действующим основам денежно-кредитной политики, и более фундаментально — к подкрепляющей их интеллектуальной модели.

## Неоправданный страх

Традиционный страх дефляции и падения процентных ставок до своего самого низкого возможного уровня (так называемой нулевой нижней границы) был ясно представлен в выступлении председателя Федеральной резервной системы Джерома Пауэлла на конференции в Джексон-Хоул в августе 2020 года: «Если инфляционные ожидания снизятся ниже нашей цели в 2 процента, процентные ставки снизятся вместе с ними. У нас, в свою очередь, будет меньше возможностей, чтобы снижать процентные ставки для стимулирования занятости во время экономического спада, и это уменьшит наш потенциал по стабилизации экономики путем снижения процентных ставок. Мы наблюдали такую неблагоприятную динамику в других крупных странах мира и знаем, что, когда она устанавливается, ее может быть очень трудно преодолеть. Мы стремимся предпринять доступные нам меры, чтобы предотвратить это в нашей стране».

Это суть аргументов, на которые опираются центральные банки, чтобы обосновать интенсивное смягчение денежно-кредитной политики в ответ на снижение инфляции. Это звучит правдоподобно, но требует обоснования фактами. А опыт «других крупных стран», под которыми Пауэлл, очевидно, имел в виду Японию, вызывает сомнения в справедливости этих доводов.

В Японии действительно процентные ставки достигли нулевой нижней границы задолго до других стран. Однако если бы это налагало серьезные ограничения на политику, темпы роста в Японии должны были бы быть ниже, чем в других странах Группы семи. Однако рост ВВП на душу населения в Японии соответствовал средним темпам роста в Группе семи с 2000 года (примерно в это время процентные ставки Банка Японии достигли нулевого уровня, и центральный банк начал проведение нетрадиционных мер денежно-кредитной политики) до 2012 года (непосредственно перед тем, как началось быстрое расширение баланса центрального банка). В течение того же периода рост ВВП Японии на душу населения трудоспособного возраста был самым высоким среди стран Группы семи.

Показателен также «великий денежно-кредитный эксперимент» Банка Японии в годы после 2013-го, во время которого баланс центрального банка увеличился с 30 процентов

### Среда, способствовавшая формированию благоприятных факторов на стороне предложения, оказалась под ударом по многим направлениям: повышение геополитического риска, рост популизма и пандемия привели к нарушениям в работе глобальных цепей поставок.

до 120 процентов ВВП. С точки зрения инфляции влияние было небольшим. И с точки зрения экономического роста его последствия также были скромными. Такая ситуация отмечалась не только в Японии, но и во многих других странах, которые последовали за ней, вводя нетрадиционные меры политики после 2008 года.

Это не означает, что нетрадиционные меры денежно-кредитной политики никогда не оказывают никакого воздействия. Они могут становиться чрезвычайно мощными — в зависимости от момента проведения. Наглядным примером служат указания относительно будущего направления политики, являющиеся убедительным сигналом рынка со стороны центрального банка о намеченной динамике его директивной ставки в целях воздействия на долгосрочные процентные ставки. При низких темпах роста экономики указания относительно будущего направления политики являются не очень действенными, поскольку участники рынка и без того ожидают сохранения низких процентных ставок. Но когда экономика переживает неожиданный шок спроса или предложения, указания относительно будущей политики сохранения низких процентных ставок могут внезапно оказать чрезмерно стимулирующее или инфляционное воздействие. Этим частично может объясняться наблюдаемая нами сегодняшняя ситуация.

#### Политическая наивность

Широкое применение режимов гибких целевых показателей инфляции с усреднением (в рамках которых в явном виде допускается превышение инфляцией своего целевого показателя) также сыграло свою роль в том, что центральные банки не ужесточили политику раньше. Когда центральные банки приняли решение о том, чтобы допустить такое превышение, они забыли о неизбежных трудностях последующего изъятия денежной кормушки, даже при том, что их предшественники сталкивались с похожими трудностями много лет назад. Стоит лишь задать себе вопрос: возможно ли в демократическом обществе, чтобы не являющееся выборным руководство центрального банка предлагало правительству и законодателям сократить планы инфляционных расходов, которые были частью их выборных обещаний?

Вероятно, руководство центральных банков находилось в слишком благоприятных условиях в период «Великой умеренности», начавшийся в середине 1980-х годов и характеризовавшийся устойчивым ростом и стабильной инфляцией. Господствовавшее представление об успешной денежно-кредитной политике, проводимой независимыми центральными банками в этот период, могло объясняться простым везением и счастливым стечением обстоятельств. На мировой экономике положительно сказывались благоприятные факторы на стороне предложения, такие как вхождение развивающихся и бывших социалистических стран в мировую экономику, быстрый прогресс в области информационных технологий и относительно стабильная геополитическая ситуация. Эти факторы создавали возможность для сосуществования низкой инфляции и относительно высокого экономического роста. Для работы центральных банков не требовалось особенно значимого политического мандата.

После этих мирных времен, когда независимость центральных банков получила широкое признание, они начали применять нетрадиционные меры денежно-кредитной политики. При этом делалось несколько наивное допущение, что эти меры политики можно будет достаточно легко отменить, когда это станет необходимо. К сожалению, мир изменился. Среда, способствовавшая формированию благоприятных факторов на стороне предложения, оказалась под ударом по многим направлениям: повышение геополитического риска, рост популизма и пандемия привели к нарушениям в работе глобальных цепей поставок. В настоящий момент центральные банки стоят перед выбором между снижением инфляции и занятостью, что сильно затрудняет отмену введенных ранее мер.

#### Переосмысление основ

Размышляя о том, почему центральные банки пропустили волну инфляции, нам необходимо пересмотреть интеллектуальную модель, на которую мы опирались, и соответствующим образом обновить наши основы денежно-кредитной политики. Я выделяю три вопроса, которые следует принимать во внимание.

*Во-первых, нам нужно пересмотреть, должны ли мы по-прежнему сосредоточивать внимание на опасности дефляции*

и нулевой нижней границы процентных ставок. Этот вопрос требует срочного рассмотрения, поскольку он сказывается на конечной точке текущего цикла ужесточения политики. Поскольку в США отмечаются признаки перехода пиковой точки инфляции, некоторые экономисты уже призывают к установлению более высокого целевого показателя инфляции, что должно позволить за счет меньших дополнительных мер ужесточения политики сохранить достаточно большой запас безопасности, избегая при этом риска дефляции.

Эта аргументация представляется мне сомнительной. Даже если бы мы вступили в мировой финансовый кризис с более высокими целевыми показателями инфляции и дополнительным потенциалом для снижения процентных ставок, это не привело бы к существенно иному развитию ситуации в мировой экономике. Я согласен с Полом Волкером, бывшим председателем ФРС, которому ставят в заслугу окончание высокой инфляции в США 1970-х и начала 1980-х годов: «дефляция — это угроза, создаваемая при критическом нарушении работы финансовой системы». Именно это случилось в 1930-х годах, но не произошло в 2008 году, хотя мы и вплотную подошли к этой грани. Основное различие заключается в том, что усилия по предотвращению краха финансовой системы оказались в 2008 году более действенными.

Дополнительные возможности снижения процентных ставок никак не помогли бы в случае проявления финансовых дисбалансов в виде вздутых из-за роста долга цен на активы и финансовых кризисов. Соответственно, центральные банки должны быть внимательны не только к динамике макроэкономических показателей, таких как инфляция и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства. Они также должны обращать внимание на то, что происходит в финансовых организациях и на финансовых рынках.

*Во-вторых, нам следует подумать, почему центральные банки оказались вынуждены в течение длительного времени проводить либеральную денежно-кредитную политику и каковы были ее последствия.* Наглядным примером является Япония, где стагнация роста вследствие структурных факторов — прежде всего быстрого старения и сокращения населения — была неверно принята за циклическую слабость. Это привело к десятилетиям мягкой денежно-кредитной политики. Это не равнозначно утверждению, что снижение процентной ставки является ответом на снижение естественной ставки процента. Скорее денежно-кредитная политика стала инструментом для решения на скорую руку структурных проблем, которые требовали более радикальных реформ.

Довольно странно, но обсуждения денежно-кредитной политики часто исходят из предположения, что смягчение и ужесточение политики происходят попеременно в относительно короткий промежуток времени. Если бы это было так, это подтверждало бы традиционный взгляд, что либерализация денежно-кредитной политики влияет только на спрос. Но если либе-

ральная денежно-кредитная политика проводится в течение более продолжительного периода, например, 10 лет или дольше, то возникают существенные неблагоприятные последствия для роста производительности вследствие неадекватного распределения ресурсов. Денежно-кредитная политика не должна руководствоваться соображениями, касающимися стороны предложения, но не должна и игнорировать их.

## Различия между странами

*И наконец, нам необходимо уделять внимание различиям между странами в том, как каждая из них разрабатывает свои основы денежно-кредитной политики.* Например, различия в практике, касающейся занятости, ведут к различиям в динамике оплаты труда и потому к различной динамике инфляции. В Японии инфляция потребительских цен повышается, но намного медленнее, чем в других странах с развитой экономикой. В основном это объясняется уникальной практикой «долгосрочной занятости»: японские работники, особенно в крупных компаниях, защищены неявным договором, в рамках которого руководители пытаются любой ценой избежать увольнений. Это ведет к осторожности в предложении необратимых повышений заработной платы, кроме случаев когда они действительно уверены в будущем росте. Следствием этого является более низкая инфляция.

Даже в глобализированной экономике имеют значение различия в социальном договоре или в структуре экономики. Это подрывает аргументы в пользу стратегии установления целевых показателей инфляции с использованием единых для всех стран значений. Нам следует помнить, почему мы не можем найти подходящую альтернативу системе гибких обменных курсов: страны имеют различные макроэкономические предпочтения, и возникающие вследствие этого различия между ними отражаются в повышении или падении стоимости их валют. Якорь для валюты (если вообще он существует) может быть установлен только путем твердого обязательства центрального банка сдерживать инфляцию путем ужесточения денежно-кредитной политики и выступать кредитором последней инстанции — для этого недостаточно просто установления целевого показателя инфляции.

Сам режим целевых показателей инфляции является нововведением, возникшим в ответ на серьезную стагфляцию 1970-х и начала 1980-х годов. Нет причин считать его неизбежным. Теперь, когда нам известны его ограничения, пришло время пересмотреть интеллектуальный фундамент, на который мы опирались в течение последних 30 лет, и обновить наши основы денежно-кредитной политики. **ФР**

---

**МАСААКИ СИРАКАВА** занимал должность председателя Банка Японии в период 2008–2013 годов и является автором книги *“Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis”* («Смутные времена — работа центральных банков в эпоху кризиса»).

КАК МЫ

# ПРОПУСТИЛИ

## НЕДАВНИЙ ВСПЛЕСК ИНФЛЯЦИИ

Поразительное восстановление спроса и изменение динамики на рынках товаров и труда были в числе причин ошибочности вынесенных суждений

**Кристофер Кох и Диаа Нурелдин**

**М**акроэкономическое прогнозирование часто сравнивают с тем, как если бы вы ехали вперед, глядя в зеркало заднего вида. В самом деле, как правило, прошлое является надежным указанием на то, каким окажется будущее. Однако когда экономика страны подвергается потрясениям, сильно нарушающим ее нормальное функционирование, знакомая прошлая динамика может меняться, и ошибки прогнозирования становятся более частыми. И все же остается загадкой, насколько большинство профессиональных составителей прогнозов, в том числе и мы в Международном валютном фонде, не сумели предвидеть быстрый подъем и стойкость сегодняшней волны глобальной инфляции. Естественным образом возникает вопрос — должны ли мы были видеть ее приближение?

МВФ ежеквартально готовит и публикует свои прогнозы в издании «Перспективы развития мировой экономики», и они включают прогнозы роста ВВП и инфляции. Недавно мы проанализировали ошибки в наших прогнозах базовой инфляции для различных стран мира, то есть в прогнозах инфляции, очи-

щенных от изменчивого влияния колебаний цен на продукты питания и энергоресурсы. Базовую инфляцию, которая тесно связана с целевыми показателями инфляции многих центральных банков, можно представить как медленно меняющийся показатель, который относительно проще прогнозировать. Крупные ошибки прогнозирования базовой инфляции обычно обусловлены неверными оценками спроса и предложения товаров и услуг в настоящее время и в ближайшем будущем.

Несмотря на наши неоднократные пересмотры прогнозов инфляции между первым кварталом 2021 года и вторым кварталом 2022 года, промахи прогнозов оказываются крупными и стойкими. Эти неожиданные изменения инфляции отмечались еще до вторжения России в Украину. Хотя война усилила инфляционное давление со стороны предложения вследствие нарушений в работе мировых товарных рынков, мы полагаем, что первой искрой стали шок пандемии и последующее восстановление экономики с сильной бюджетной поддержкой. Итак, как нам провести разбор фактического материала, чтобы подтвердить нашу гипотезу?



Для лучшего понимания экономических факторов, стоящих за промахами в прогнозах инфляции, мы провели анализ как на основе фактических результатов, так и на базе имевшихся предположений. В рамках анализа на основе фактических результатов мы рассматриваем то, что нам известно сегодня и что мы можем узнать, оглядываясь назад. В рамках анализа на базе предположений мы пытаемся понять, что нам было известно в прошлом, но, по всей вероятности, недостаточно учтено при прогнозировании инфляции.

### Факторы, ведущие к занижению прогнозов

Мы рассматриваем четыре фактора, которые помогают нам, оглядываясь назад, объяснить заниженные прогнозы инфляции. Во-первых, когда возникли потрясения от пандемии, директивные органы быстро начали предоставлять бюджетную поддержку, чтобы не допустить глубоких долгосрочных негативных последствий кризиса. Тем не менее в прогнозах предусматривался некоторый долгосрочный ущерб, и прогнозируемый на 2021 год разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства предполагал значительное снижение экономической активности по сравнению с ее потенциальным уровнем. Только впоследствии стало ясно, что спад объема производства относительно потенциального оказался не столь сильным. Сейчас известно, что в большинстве стран мира, на которые приходится почти 80 процентов мирового ВВП, производственный разрыв был меньше, чем прогнозировалось в начале 2021 года, и это говорит о том, что быстрое восстановление спроса превысило ожидания. Мы наблюдаем свидетельства того, что в тех странах, где восстановление экономики после шока пандемии было быстрее ожидавшегося (таких как Новая Зеландия, Сингапур и Турция), инфляция также превысила ожидания. Это явление было более распространенным в 2021 году, чем в 2022 году, указывая на потенциальную роль избыточного стимулирования спроса в начальной фазе восстановления от шока пандемии.

Во-вторых, активное восстановление спроса столкнулось с сильным напряжением в цепях поставок. Обычно узкие места в цепях поставок вызываются либо потрясениями спроса, либо потрясениями предложения, и редко сочетанием и того, и другого. Во время начальных мер самоизоляции в связи с COVID-19 мощно действовали обе эти силы — спрос на товары быстро повышался, тогда как предложение переживало временный существенный спад. Мы обнаружили, что в тех странах, где спрос играл более заметную роль в создании напряжения для цепей поставок, чем предложение, в среднем ошибки прогнозирования были более значительными. Такая динамика имела место в Бразилии и Новой Зеландии и в меньшей степени в Канаде и США.

В-третьих, дисбалансы между спросом и предложением в начальный период мер самоизоляции усугублялись сдвигом в спросе от услуг к товарам, поскольку работа сектора досуга и гостиничного хозяйства по большей части остановилась. Это временно поменяло наблюдавшуюся в последние примерно двадцать лет тенденцию, при которой инфляция цен на товары была ниже инфляции цен на услуги. В тех странах, где этот поворот представлялся резким и инфляция цен на товары была выше инфляции цен на услуги, ошибки прогнозирования также были больше. Смещение спроса от услуг к товарам, по всей вероятности, было одной из причин ошибок в прогнозах инфляции в Бразилии, Чили и США, где базовая инфляция по товарам в 2021 году более чем в два раза превышала инфляцию по услугам.

В-четвертых, беспрецедентно жесткие условия на рынках труда, которые до сегодняшнего дня сохраняются в некоторых странах с развитой экономикой, нарушили ожидаемое воздействие некоторых из перечисленных выше факторов. Жесткость условий на рынке труда, измеряемая отношением вакансий к безработице, была особенно высокой в Австралии, Канаде, Соединенном Королевстве и США, и она сильно коррелирует с величиной ошибок прогнозирования базовой инфляции в этих странах.



## Директивным органам можно было бы рекомендовать несколько замедлить темпы проводимых ими мер еще в 2020 году, учитывая опасность, таящуюся впереди.

### Бюджетный стимул

Сочетание более активного, чем ожидалось, восстановления спроса, перегрузки цепей поставок вследствие выросшего спроса, сдвигов в спросе между секторами, а также накаленного рынка труда служит убедительным итоговым объяснением многократных пропусков повышения инфляции. Безусловно, мы стали мудрее благодаря накопленному опыту. Однако директивным органам необходимо принимать решения в реальном времени, располагая лишь частью той информации, которую мы имеем сегодня. Это поднимает простой, но важный вопрос — на тот момент, когда составители готовили прогнозы, должны ли они были предвидеть эту инфляционную силу, несущуюся в лобовое стекло?

Когда водитель разгоняется, его зрительный коридор может сужаться, скрывая опасности впереди. Одной из особенностей мер политики в ответ на пандемию в 2020 году было интенсивное бюджетное стимулирование, которое, по мнению некоторых наблюдателей, было похоже на практику расходов военного времени. Важно отметить, что эти меры стимулирования входили в набор информации, имевшейся на этот момент у составителей прогнозов. Наш анализ показывает, что величина пакетов бюджетных стимулов в ответ на COVID-19, объявленных различными правительствами в 2020 году, положительно коррелирует с ошибками прогнозирования базовой инфляции в странах с развитой экономикой в 2021 году. Хотя это и указывает на то, что, вероятно, в параметрах составителей прогнозов были заложены недостаточные ожидания потенциальных последствий крупного бюджетного вмешательства, при интерпретации этих свидетельств требуется осторожность. Во-первых, положительная корреляция обусловлена прежде всего наблюдениями по Австралии, Канаде, Соединенному Королевству и США — тем самым странам, где с начала пандемии отмечались особенно жесткие условия на рынке труда. Во-вторых, при более тщательном рассмотрении данных более убедительным становится вывод о том, что ошибки прогнозирования в большей степени связаны с неверными суждениями относительно серьезности ограничений на стороне предложения, в том числе на рынках труда,

чем с недооценкой влияния налогово-бюджетной политики на восстановление экономической активности.

### Компромиссы в экономической политике

В 2020 году недостаточная доза бюджетного стимулирования создала бы риск продолжительных негативных экономических последствий. Но слишком большая доза также создавала риск чрезмерного стимулирования экономики и вспышки инфляции. В странах с развитой экономикой инфляция была слишком низкой, и поэтому, вероятно, второй риск оказался в тени, когда директивные органы в крупнейших из этих стран всеми силами поддерживали крупные бюджетные интервенции.

Составители прогнозов также находились перед лицом значительной неопределенности. Им приходилось иметь дело с изменением динамики на рынках товаров и рабочей силы, а также работать с экономическими данными, которые сложно анализировать в реальном времени. Это в значительной степени осложняло определение экономических перспектив. Фактические данные указывают на то, что крупный бюджетный стимул должен был сместить баланс рисков инфляции в сторону повышения. Однако это заключение опирается на результаты по небольшому числу стран, хотя и крупных в экономическом отношении.

В будущем в рассмотрении перспектив инфляции должно более полно учитываться влияние налогово-бюджетной политики, особенно в условиях, когда ограничения на стороне предложения усиливают влияние избыточного спроса на инфляцию. Директивным органам можно было бы рекомендовать несколько замедлить темпы проводимых ими мер еще в 2020 году, учитывая опасность, таящуюся впереди. Но эта оценка остается частичной. Лишь ее сравнение со сценарием без вмешательства, приводящим к глубоким долгосрочным негативным последствиям, позволит нам по-настоящему оценить адекватность выбранных тогда вариантов политики. [ФР](#)

**КРИСТОФЕР КОХ и ДИАА НУРЕЛДИН** — экономисты в Исследовательском департаменте МВФ.

# ОПТИМАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ СОВРЕМЕННОЙ ФЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ



## Новые экономические модели могут помочь разработчикам экономической политики лучше разобраться в эффектах проводимых ими мер по борьбе с инфляцией

Грег Каплан, Бенджамин Молл и Джованни Л. Виоланте

**М**ногое в современной инфляции остается до конца не понятным. Почему некоторые домохозяйства серьезно страдают от инфляции, в то время как другие почти не ощущают ее влияния и даже могут извлечь выгоды из этого? Как на борьбу с инфляцией влияют избыток сбережений и государственных платежей, обусловленных пандемией? Насколько существенную роль сыграли связанные с пандемией шоки со стороны предложения и вторжение России в Украину?

Меняющиеся цели денежно-кредитной политики еще больше осложняют наше понимание инфляции. На протяжении длительного времени основополагающей целью денежно-кредитной политики было снижение инфляции путем стабилизации совокупного спроса. Однако в последнее время центральные банки расширили свои цели, включив в них достижение финансовой стабильности, борьбу с климатическими и геополитическими рисками и обеспечение социальной сплоченности.

Макроэкономические модели играют ключевую роль, помогая разобраться в этой сложной картине. Они помогают разработчикам политики трактовать эмпирические наблюдения о состоянии экономики, предлагать различные варианты мер политики, влияющие на достижение целей и, в конечном счете, помогают в принятии стратегических решений. Количественные модели способны оценить преимущества разных воздействующих факторов и помогают взвесить компромиссы между конкурирующими между собой целями.

Вместе с тем традиционные модели не учитывают неравенство по доходам и богатству и основаны на допущении, согласно которому то, что считается благом для типичного потребителя, описанного в моделях, должно быть благом для экономики в целом.

Новый разработанный класс количественных моделей особенно пригоден для оказания помощи центральным банкам в новых условиях проведения денежно-кредитной политики, при которых на передний план выходят соображения, связанные с распределением доходов и богатства. Модели, известные как HANK, сочетают в себе модели с гетерогенными эконо-

мическими агентами (используемая макроэкономистами наиболее надежная модель изучения распределении доходов и богатства) и неокейнсианские модели (основополагающая модель для изучения денежно-кредитной политики и динамики совокупного спроса).

Модели HANK позволяют извлечь новые уроки о перераспределении и гетерогенных эффектах денежно-кредитной политики и пересмотреть традиционные цели центральных банков по снижению инфляции и стабилизации производства. Ниже представлены четыре обобщенных урока и некоторые предварительные рассуждения о том, как модели HANK могут помочь разобраться в нашей текущей обстановке высокой инфляции.

### УРОК 1 Прогнозирование косвенного воздействия на экономическую политику

Модели HANK показали нам, каким образом денежно-кредитная политика влияет на расходы на потребление домохозяйств — напрямую и косвенно. Прямые каналы — это те каналы, которые можно напрямую связать с изменением краткосрочных процентных ставок. Например, решение потребителей о том, чтобы отложить покупки на фоне роста процентных ставок. Косвенные каналы возникают в результате влияния ключевой процентной ставки на другие процентные ставки (такие как долгосрочные процентные ставки по облигациям и по ипотеке), цены на активы (такие как жилье и акции) и дивиденды, зарплаты, государственные налоги и трансферты.

Относительный размер косвенных и прямых каналов преимущественно зависит от совокупной предельной склонности к потреблению (ПСП), которая показывает, какую часть прироста доходов домохозяйства направляют на расходы, а какую — на сбережения. В традиционных моделях, которые пытаются прогнозировать влияние денежно-кредитной политики на типичного потребителя, ПСП минимальна, и соответственно, косвенные каналы незначительны. Напротив, модели HANK задуманы так, чтобы они соответствовали



эмпирическим наблюдениям о потребительском и сберегательном поведении. В них совокупная ПСП примерно в 10 раз выше и, таким образом, в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики доминирующую роль играют разные косвенные эффекты.

Что это означает для денежно-кредитной политики? Если смотреть через призму более старых моделей, то все, что нужно знать руководителям центральных банков, чтобы спрогнозировать ответную реакцию со стороны совокупного спроса, — это оценка одного параметра, то есть готовность потребителя отложить покупки в условиях роста процентных ставок («межвременная эластичность замещения»). Однако при использовании моделей HANK центральным банкам необходима более точная информация о домохозяйствах в экономике. Им нужна точная картина распределения ПСП, источников доходов и компонентов балансов домохозяйств. Помимо этого, важность косвенных каналов заключается в том, что передача воздействия денежно-кредитной политики осуществляется с помощью всех механизмов, участвующих в ценообразовании товаров, сырья, кредитных ресурсов, жилья и финансовых рынков. Поэтому центральным банкам нужно обладать глубоким пониманием рыночных структур и противоречий, а также институциональных единиц, играющих ведущую роль в этих моделях, — таких как местные органы государственного управления, профсоюзы и органы регулирования.

## УРОК 2 Некоторые корабли поднимаются выше, а другие тонут

Традиционное понимание денежно-кредитной политики сводится к тому, что «прилив поднимает все корабли». Модели HANK показывают, что это миф.

Многие каналы денежно-кредитной политики оказывают разнонаправленное, а иногда противоположное влияние на разные домохозяйства. Например, прямое воздействие изменения процентных ставок зависит от балансов домохозяйств: снижение ставок благоприятно сказывается на положении должников, процентные платежи которых снижаются (например, домохозяйства с переменной ставкой по ипотечным кредитам), при этом оно оказывает неблагоприятное влияние на вкладчиков, процентный доход которых падает. Денежно-кредитная политика также оказывает гетерогенное влияние на инфляцию. Во-первых, инфляция является благом для домохозяйств, имеющих большой объем номинального долга, который при переоценке уменьшается. Во-вторых, цены на одни товары растут больше, чем на другие, и разные домохозяйства потребляют эти товары в неравных соотношениях. Наконец, косвенное воздействие денежно-кредитной политики на располагаемые доходы домохозяйств оказывается неравным, поскольку некоторые

домохозяйства в большей степени подвержены колебаниям совокупной экономической активности, чем другие.

В моделях HANK такие каналы перераспределения не только имеют решающее значение в понимании того, кто выигрывает, а кто проигрывает при проведении денежно-кредитной политики, но и того, как по сути действует денежно-кредитная политика, в том смысле, что от перераспределения зависит ее количественное воздействие на макроэкономические агрегаты. В том случае, если вышеуказанные каналы приводят к перераспределению средств от домохозяйств с низкой ПСП к домохозяйствам с высокой ПСП (от вкладчиков к потребителям), макроэкономическое воздействие денежно-кредитной политики усиливается. Такие эффекты перераспределения по-разному проявляются в разных странах. Например, они, скорее всего, будут сильнее выражены в странах с более высоким уровнем бедности или неравенства, а это будет приводить к различиям в передаче воздействия денежно-кредитной политики между странами с развитой экономикой и странами с низким и средним доходом. Модели HANK заставляют нас отказаться от мифа о том, что можно четко отделить стабилизацию от перераспределения.

## УРОК 3 «Бюджетный след» имеет значение

Еще одно распространенное заблуждение заключается в том, что денежно-кредитную политику можно отделить от бюджетной политики.

В моделях HANK, которые учитывают неравенство по доходам и богатству, вновь устанавливается прочная связь между двумя этими составляющими, что позволяет увидеть, как денежно-кредитная политика оставляет важный «бюджетный след». Когда центральный банк повышает процентные ставки, стоимость заимствований для казначейства повышается, и такое повышение должно быть профинансировано за счет повышения налогов или снижения расходов в текущем или в будущем периоде, либо через рост инфляции в будущем. В моделях HANK подробные сведения о том, как и когда государство восполнит этот дефицит финансирования и на какие домохозяйства ляжет такое бремя, оказывают огромное влияние на общий эффект повышения процентных ставок.

Таким образом, «бюджетный след» денежно-кредитной политики приводит к дополнительному перераспределению, которое, в свою очередь, усиливает или смягчает влияние шока в зависимости от того, приводит ли это к перераспределению ресурсов от вкладчиков к потребителям, или наоборот. Благодаря такому воздействию поддерживается неразрывная связь между центральными банками и казначействами. Чем больше государственный долг и чем короче его срок, тем сильнее «бюджетный след».

В более общем плане модели HANK также являются естественной средой для изучения влияния бюджетной политики на совокупную эффективность производства, степени социального страхования и масштаба перераспределения между домохозяйствами.

## УРОК 4 Адекватный инструмент для перераспределения

К чему тогда сводится роль денежно-кредитной политики на практике?

Анализ оптимальной денежно-кредитной и бюджетной политики в моделях HANK показывает, что преимущества совокупной стабилизации ничтожны по сравнению с преимуществами прямых мер по устранению неравенства. Оптимальные меры политики в моделях HANK почти всегда отдадут предпочтение перераспределению в пользу малоимущих домохозяйств в неблагоприятные периоды.

Может появиться искушение интерпретировать это как одобрение использования денежно-кредитной политики для достижения всеобщего благосостояния и смягчения негативных эффектов. Однако денежно-кредитная политика — это не самый тонкий инструмент для перераспределения или страхования. Модели HANK говорят нам о том, что бюджетная политика, скорее всего, лучше подходит для решения этой задачи, поскольку с ее помощью можно более адресно направлять помощь тем, кто больше всего нуждается в поддержке.

## Текущий период инфляции

Текущий период инфляции — удачный пример для изучения того, какую пользу могут принести модели HANK для макроэкономического анализа и стратегических рекомендаций.

Как показывают модели HANK, влияние макроэкономического шока на совокупные расходы выше, когда индивидуальная ПСП и индивидуальная подверженность шоку более тесно коррелируют друг с другом. В текущей экономической ситуации это означает, что для оценки совокупного воздействия инфляции важно понимать ее влияние на перераспределение доходов среди домохозяйств. Домохозяйства потребляют разные наборы товаров и услуг, поэтому некоторые из них более чувствительны к инфляции, чем другие. Например, бедные семьи, которые тратят большую часть своего дохода на базовые товары, такие как энергоносители, особенно страдают в такой ситуации. Заемщики извлекают выгоду, поскольку реальная стоимость их долгов падает, а домохозяйства, имеющие большие накопления наличных или ликвидных сбережений, оказываются в проигрыше. У работников с гибкими формами вознаграждения (например, премии и комиссионные) снижение покупательной способности может оказаться не слишком серьезным, тогда как у работников, номинальная заработная

плата которых пересматривается нечасто, или у тех, кто получает минимальную зарплату, реальные доходы сократятся.

Уровень сбережений домохозяйств, влияющий на то, как изменение процентных ставок воздействует на потребление, имеет решающее значение — так же, как и распределение сбережений между группами населения и корреляция с желанием домохозяйств тратить. Например, чрезмерные сбережения, обусловленные ограничением потребления во время пандемии (речь идет о снижении расходов на путешествия и рестораны) в целом характерны для обеспеченной части населения, поэтому они тратятся очень медленно. Чрезмерные сбережения, накопленные благодаря крупным программам государственных трансфертов в 2020 и 2021 годах, характерны в основном для малоимущих домохозяйств и тратятся быстрее. Быстрый темп расходования поддерживает совокупный спрос и мешает усилиям центральных банков по борьбе с инфляцией.

Наконец, при проведении полноценной оценки того, как текущий период инфляции влияет на благосостояние, нельзя не принимать во внимание ее причины. Пока единого мнения нет насчет относительной важности шоков со стороны предложения (обусловленных пандемией COVID-19 и войной в Украине), значительного пакета бюджетного стимулирования в 2020 и 2021 годах, а также мягкой денежно-кредитной политики, проводимой на протяжении десяти лет после последней рецессии. Каждый из этих факторов обладает компонентом, связанным с перераспределением, а также гетерогенными эффектами, которые нельзя объяснить с помощью «прокрустово ложа» традиционных моделей. Использование на практике моделей HANK поможет нам в полной мере понять влияние текущего периода в истории денежно-кредитной политики. **ФР**

**ГРЕГ КАПЛАН** — профессор экономики кафедры имени Кеннета С. Гриффина Чикагского университета. **БЕНДЖАМИН МОЛЛ** — профессор экономики Лондонской школы экономики и политических наук. **ДЖОВАННИ Л. ВИОЛАНТЕ** — профессор экономики кафедры имени Теодора А. Уэллса 1929 года выпуска Принстонского университета.

## Литература:

- Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Kaplan, G., and G. Violante. 2018. "Microeconomic Heterogeneity and Macroeconomic Shocks." *Journal of Economic Perspectives* 32 (3): 167–94.
- Kaplan, G., B. Moll, and G. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 18 (3): 697–743.
- Moll, B. 2020. "The Rich Interactions between Inequality and the Macroeconomy." *Economic Dynamics Research Agenda* 21 (2).
- Violante, G. 2021. "What Have We Learned from HANK Models, thus Far?" Proceedings of the ECB Forum on Central Banking, September 28–29 (онлайн).



# РАЗНООБРАЗИЕ МНЕНИЙ

В ОБЛАСТИ ДЕНЕЖНО-  
КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

## Чтобы обеспечить принятие здравых решений, избегая эффекта группового мышления, необходимо преобразовать комитеты по денежно-кредитной политике

Дэвид Г. Бланшфлауэр и Эндрю Т. Левин

**Р**азработка и проведение денежно-кредитной политики требуют принятия сложных оперативных решений. По этой причине во всех странах с развитой экономикой, кроме Канады, формирование денежно-кредитной политики возложено на комитет экспертов, а не на отдельное лицо. Однако на практике принимать здравые решения в таком формате мешает ряд факторов: «групповое мышление», формализм и маргинализация инакомыслия. В управлении центральными банками не всегда учитывается оптимальная практика разделения ролей председателя совета и генерального директора в целях поощрения разнообразных мнений, а также не принимаются процедуры, обеспечивающие каждому члену комитета равную степень влияния и ответственности за принимаемые решения.

Негативное влияние группового мышления стало очевидно в преддверии мирового финансового кризиса 2008 года. В США рецессия началась в декабре 2007 года, а в Европе — в апреле 2008 года. Один из авторов этой статьи (Blanchflower, 2008) явился единственным голосом в Банке Англии, предупреждавшим о грядущем кризисе, тогда как в отчете об инфляции Комитета по денежно-кредитной политике (КДКП) Соединенного Королевства, опубликованном в августе 2008 года, риски рецессии никак не упоминались. В сентябре 2008 года, вскоре после краха банка Lehman, Комитет по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы (КООР) заключил, что риски повышения темпов инфляции и риски снижения темпов роста экономики остаются более или менее сбалансированными, единогласно проголосовав за сохранение существующей направленности политики. Однако к началу октября ведущие центральные банки приступили к беспрецедентному координированному снижению процентных ставок.

Более недавний пример: неопределенность, возникшая в мировой экономике с наступлением пандемии COVID-19,

потребовала принятия сложных решений в отношении экономических перспектив и надлежащего курса денежно-кредитной политики. В этом контексте симптомы группового мышления стали еще более явными на фоне стремления многих центральных банков выступать *единым фронтом и выразить одно мнение* — с ничтожно малой долей голосующих против ключевых решений в области политики. В частности, на 16-ти заседаниях КООР, состоявшихся в 2021 и 2022 годах, лишь 2 из 174 поданных голосов шли вразрез с генеральной линией. В то же время на заседаниях КДКП Соединенного Королевства в 2022 году расхождение во мнениях проявлялось сильнее, несколько заседаний прошло с соотношением голосов 6 к 3.

В обозримом будущем компетентность суждений при разработке и проведении денежно-кредитной политики будет играть не менее важную роль, чем сейчас. Наряду с распространением искусственного интеллекта, квантовых вычислений и нанотехнологий следует ожидать, что стремительно меняться будут также экономические и финансовые условия. В некоторых контекстах полезной может оказаться макроэкономическая модель, основанная на имеющихся данных, но при интерпретации поступающих данных, оценке контуров экономических перспектив и выявлении угрожающих им рисков по-прежнему важную роль будут играть способность к суждению и здравый смысл (Blanchflower, 2021).

### Управление центральными банками

Как бы то ни было, текущие методы управления во многих центральных банках не способствуют разнообразию мнений среди членов КДКП.

- *Председателем КДКП* обычно выступает генеральный директор центрального банка (которого мы будем называть «управляющим»). На председателя возложены такие важные функции, как доведение информации до сведения комитета и определение повестки дня заседаний. Во многих

центральных банках управляющий также играет ключевую роль в назначении других членов КДКП.

- *Внутренние члены КДКП*, включая заместителей управляющего и других сотрудников центрального банка, могут быть склонны полагаться на мнение управляющего, особенно если он отвечает за оценку их работы и перспектив их продвижения по службе.
- *Внешние члены КДКП* могут иметь лишь незначительное влияние на решения в области политики, особенно если они исполняют свои обязанности на условиях неполной занятости и (или) обладают ограниченным доступом к данным внутреннего анализа и экспертным знаниям сотрудников, работой которых руководит управляющий. Совет управляющих Федеральной резервной системы состоит из семи членов, исполняющих свои обязанности на условиях полной занятости (включая председателя и двух заместителей председателя). Однако с 2005 года ни один член Совета управляющих не выразил несогласия ни с одним решением КООР. Подобные механизмы не соответствуют оптимальной практике организационного управления. В государственном секторе сложные вопросы регулирования обычно решаются независимым органом, совет которого отвечает за определение его политики и процедур, а высшее руководство отчитывается перед полным составом совета, а не только перед его председателем. Например, исполнительный совет Австралийского управления пруденциального регулирования непосредственно контролирует деятельность всех его официальных сотрудников и руководителей департаментов. Аналогичным образом, в судебной системе наиболее сложные и значимые юридические дела решаются высшим судом, состоящим из заслуженных юристов, главный судья которого считается *первым среди равных*. В частном секторе совет директоров акционерной компании несет фидуциарную ответственность за определение стратегических целей и контроль за их реализацией руководством, а посты председателя совета и генерального директора обычно занимают разные лица. В настоящее время такой практики управления придерживаются почти все зарегистрированные на бирже компании в Австралии, Соединенном Королевстве и Канаде.

## Предлагаемые реформы

Процесс отбора членов КДКП должен быть организован таким образом, чтобы состав экспертов в комитете был достаточно разнообразным. Разнообразными должны быть и демографические характеристики (включая пол, расу и этническую принадлежность), а также образование и профессиональный опыт. Кроме того, состав КДКП должен охватывать разные географические регионы, чтобы не отражать исключительно точку зрения главного финансового центра. В совет управля-

ющих Европейского центрального банка входят председатели национальных центральных банков, каждый из которых назначается правительством страны. С другой стороны, в состав КДКП Банка Англии входят преимущественно давние жители столичного региона Лондона и относительно немного членов из других регионов Великобритании.

Каждый член КДКП должен исполнять свои обязанности на условиях полной занятости. Практически невозможно, чтобы судья верховного суда или высокопоставленный чиновник, отвечающий за финансовое регулирование, исполнял свои обязанности на условиях неполной занятости, в то же время продолжая заниматься другой профессиональной деятельностью. Аналогичным образом, обеспечение полной занятости членов КДКП — это необходимая мера с точки зрения важности и сложности денежно-кредитной политики, позволяющая существенно укрепить способность комитета к оперативным и решительным действиям в условиях быстрой смены обстоятельств.

Процедуры принятия решений также играют важную роль в укреплении индивидуальной ответственности и снижении риска группового мышления. В прошлом фраза *«принятие решений на основе консенсуса»* чаще всего имела положительные коннотации. Однако в современном организационном управлении принято считать, что такие подходы препятствуют инновационному мышлению и маргинализируют иные точки зрения (находящиеся *вне консенсуса*). Следовательно, каждое решение КДКП в области политики должно быть предметом голосования, и все члены КДКП должны отвечать за свои собственные мнения.

Из инфляционных эпизодов 1970-х годов был вынесен важный урок: решения в области денежно-кредитной политики должны быть защищены от политического вмешательства. И действительно, этот урок привел к усилению законодательно закрепленной независимости центрального банка во многих юрисдикциях и прежде всего — к принятию нормативных актов, допускающих аннулирование трудовых договоров с должностными лицами центрального банка только в случае злоупотребления служебным положением. Независимости способствовали и другие факторы, например разнесение сроков замены членов КДКП, назначение каждого члена только на один срок и обеспечение системности и прозрачности процесса назначения, который не должен зависеть от решения одного государственного чиновника (Archer and Levin, 2019).

## Необходимость эффективной коммуникации

Членам КДКП не должно вменяться в обязанность *говорить в унисон* при взаимодействии с общественностью: они должны



отвечать за озвучивание собственных позиций по сложным проблемам, которые могут вызывать обоснованные разногласия у экспертов. Во избежание какофонии КДКП должен придерживаться подхода, принятого в судебной системе: коллегия судей представляет каждое решение, публикуя постановление большинства вместе с совпадающими и несовпадающими мнениями. Этот давно зарекомендовавший себя подход помогает обосновать решение большинства и одновременно показывает, на каких аргументах строятся альтернативные мнения. Кроме того, такой способ донесения решений относительно денежно-кредитной политики может укрепить уверенность общественности в том, что они принимаются разнообразной группой экспертов.

Для КДКП недостаточно просто очерчивать контуры базисного сценария. Точечные диаграммы отображают диапазон мнений относительно базисного прогноза, но не содержат информации о рисках. Веерные диаграммы дают визуальное представление о неопределенности базисного прогноза, но не позволяют понять, какие риски считаются наиболее значимыми.

Соответственно, при обсуждении и донесении политики КДКП следует проводить анализ сценариев и планировать с учетом непредвиденных обстоятельств. В частности, разработчикам политики необходимо определять существенные риски и продумывать меры политики, которые могут смягчить такие риски или с большой вероятностью будут приняты в случае реализации такого сценария. Этот подход параллелен стресс-тестам, которые в настоящее время проводят регуляторы банковской системы во многих юрисдикциях. По сути, КДКП должен осуществлять *стресс-тестирование денежно-кредитной политики* (Levin 2014; Bordo, Levin, and Levy, 2020).

Денежно-кредитная политика оказывает прямое воздействие практически на всех. Оно может выражаться в стоимости оплачиваемых потребителями товаров и услуг, возможностях трудоустройства и заработной плате работников, норме прибыли на сбережения пенсионеров. Следовательно, разработчикам политики недостаточно доносить ее технические аспекты до ограниченной аудитории участников финансового рынка, они должны применять целый спектр коммуникационных инструментов, чтобы разъяснять решения в области политики рядовым семьям и предприятиям.

## Более широкий контекст

Эти соображения подчеркивают важность реформ управления, в результате которых денежно-кредитная политика будет определяться разнообразной командой экспертов, исполняющих свои обязанности на условиях полной занятости и разделяющих ответственность за принимаемые решения. Такие механизмы следует использовать и в других сферах деятель-

## Разработчикам политики недостаточно доносить ее технические аспекты до ограниченной аудитории участников финансового рынка, они должны применять целый спектр коммуникационных инструментов, чтобы разъяснять эти решения в области политики.

ности центральных банков, включая макропруденциальное регулирование, экстренное предоставление ликвидности и надзор за платежными системами. Проведение этих реформ приведет управление центральными банками в соответствие с оптимальной международной практикой для государственных учреждений и частных организаций.

Недавний опыт показал опасность группового мышления, которое может привести к внезапной смене политического курса, подорвав доверие к центральному банку и снизив эффективность денежно-кредитной политики. Реформы управления сыграют ключевую роль в обеспечении эффективности денежно-кредитной политики на ближайшие годы и десятилетия, в течение которых неизбежно будут появляться новые сложные задачи. **ФР**

**ДЭВИД Г. БЛАНШФЛАУЭР и ЭНДРЮ Т. ЛЕВИН** — профессора экономики Дартмутского колледжа.

## Литература:

- Archer, D., and A. Levin. 2019. "Robust Design Principles for Monetary Policy Committees." In *RBA Annual Conference Volume*, edited by J. Simon, 233–51. Sydney, Australia: Reserve Bank of Australia.
- Blanchflower, D. 2008. "Inflation, Expectations, and Monetary Policy." Speech given at the Royal Society of Edinburgh, April 29, 2008.
- Blanchflower, D. 2021. *Not Working: Where Have All the Good Jobs Gone?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bordo, M., A. Levin, and M. Levy. 2020. "Incorporating Scenario Analysis into the Federal Reserve's Policy Strategy and Communications." NBER Working Paper 27369, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Levin, A. 2014. "The Design and Communication of Systematic Monetary Policy Strategies." *Journal of Economic Dynamics and Control* 49 (December): 52–69.



# НЕТРАДИЦИОННОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО

Иногда органам денежно-кредитного и налогово-бюджетного регулирования нужно нарушить принятые правила и действовать совместно

**Джанкарло Корсетти**

**П**осле одержанной в 1980-х годах победы над инфляцией курсы экономической политики в странах с развитой экономикой сходятся, приближаясь к модели, определяющей наше мышление сегодня. Путем установления низких целевых показателей инфляции денежно-кредитная политика может стабилизировать экономическую активность. Это освобождает органы налогово-бюджетного регулирования от необходимости «тонкой настройки» мер политики для поддержки совокупного спроса, позволяя им сосредоточить внимание на предоставлении общественных благ и достижении перераспределительных целей. В идеале вклад налогово-бюджетной политики в антициклическую стабилизацию должен достигаться за счет автоматических стабилизаторов, таких как страхование на случай безработицы.

Каждую из этих мер политики лучше всего реализовывать посредством независимых институтов, имеющих четкие ман-

даты в отношении своих целей. Прямая координация между органами налогово-бюджетного и денежно-кредитного регулирования искажает обязанности и зачастую ведет к ненадлежащему использованию инструментов политики (например, монетарному финансированию дефицитов). Это может снизить доверие и, следовательно, действенность конкретной меры политики. Модель также имеет международный аспект. Поддерживая порядок у себя дома, страны помогают обеспечивать глобальную стабильность и благосостояние.

## Для чего нужны реформы

Новейшая история выявила несколько «трещин в вазе». Во-первых, в условиях низкой инфляции номинальные процентные ставки являются в среднем низкими, что практически не оставляет пространства для экспансионистских сокращений — это называется ограничением, определяемым «фактической нижней границей». Это может препятство-

вать принятию органами денежно-кредитного регулирования требуемых антициклических стимулирующих мер. Во-вторых, когда уровень государственного долга высок, органы денежно-кредитного регулирования и регулирующие органы (даже если формально они независимы) могут чувствовать себя вынужденными предпринимать действия в поддержку устойчивости бюджета, например, путем сохранения слишком низких ставок в течение слишком долгого периода. Этот вопрос особенно актуален, если инфляционные шоки требуют принятия вызывающих доверие ответных мер денежно-кредитной политики. В-третьих, когда долг и доля заемных средств частного сектора велики и зависимы от конъюнктуры на финансовых рынках, высокий уровень государственного долга ведет к системной уязвимости к кризисам ликвидности и платежеспособности, что также может чрезмерно влиять на поведение органов денежно-кредитного и налогово-бюджетного регулирования.

После мирового финансового кризиса эти «трещины» уже привели к изменениям в институциональной структуре экономической политики. Во многих странах полномочия по надзору, регулированию и санации в банковском секторе более не делегированы специальным институтам, а возвращены центральным банкам. Центральные банки расширили нетрадиционные меры политики, допустив значительное разрастание своих балансов в результате покупки государственных облигаций и прочих активов. Эти меры политики могут иметь серьезные последствия для неравенства доходов и благосостояния, тем самым пересекаясь с налогово-бюджетной политикой. Макропруденциальная политика теперь является важной составляющей в структуре регулирования. На трансграничном уровне центральные банки создают крупные своповые кредитные линии со своими контрагентами для решения проблемы международной ликвидности.

Очевидно, что уязвимость экономики к крупным шокам не уменьшилась. Во всяком случае странам следует укреплять свою устойчивость для решения проблем, связанных с климатом, энергетикой, демографической ситуацией, социальной интеграцией, геополитикой. Вопрос заключается в том, следует ли далее реформировать модель экономической политики. Самое важное, требует ли стабилизация более тесной координации и взаимодействия между директивными органами внутри стран и между странами? Если да, каков будет механизм этой координации?

У нас нет надежных ответов, но есть важные уроки теории и истории, которые, возможно, помогут структурировать наше мышление.

## Эволюция (революция) «набора мер политики»

В классической экономической теории действие набора мер экономической политики проиллюстрировано моделью «воронки» лауреата Нобелевской премии Джеймса Тобина: стимул возникает из двух «кранов»: М (денежно-кредитного) и F (налогово-бюджетного), но объем стимула, поступающий в экономику, не зависит от относительного вклада М и F. Такой же

совокупный стимул (то есть номинальный спрос) можно создать посредством мягкости в денежной сфере и жесткости бюджета, и наоборот. Общественная ценность антициклических бюджетных экспансий наиболее велика тогда, когда директивные ставки остаются у своей фактической нижней границы, а инфляция упорно сохраняется на уровне ниже целевого показателя. Поэтому сохранение достаточного бюджетного пространства для исполнения бюджетов в таких ситуациях является предпосылкой действенной стабилизации. Это то, что служит основанием для превентивной бюджетной экономии (контроля за расходами и/или поддержания налоговых доходов) во время экспансионистской фазы цикла.

Последние теоретические разработки позволяют по-новому взглянуть на то, как посредством взаимодействия F и M могут совместно стабилизировать экономику, которой угрожает спираль дефляции. При ставках у фактической нижней границы, если низкий спрос порождает дефляцию, это ведет к высоким реальным процентным ставкам, что еще больше снижает спрос. Чтобы не допустить возникновения этой спирали, предположим, что орган налогово-бюджетного регулирования временно увеличивает масштабы дефицитов и твердо намерен не повышать налоги и не сокращать расходы. Это означает, что, при прочих равных условиях, долговая ситуация более не является устойчивой и финансовые рынки могут начать устанавливать премию за риск. Однако предположим, что ввиду таких дефицитов центральный банк, опять-таки временно, обязуется гарантировать нарицательную стоимость невыплаченных государственных обязательств в номинальном выражении (чтобы исключить прямые риски дефолта) и не реагирует на изменение инфляции. Таким образом центральный банк фактически позволяет экономике перегреться при существовании дефицитов. Если эти меры политики являются неожиданными для частного сектора и/или сроки погашения невыплаченных номинальных государственных обязательств — достаточно длинные, последующее повышение уровня цен сократит реальную стоимость государственного долга в соответствии с текущей дисконтированной стоимостью первичных профицитов.

Стоит поразмышлять о сложности этой стратегии. Ее успех зиждется на идее о том, что в особых обстоятельствах органам денежно-кредитного и налогово-бюджетного регулирования может быть полезно предпринимать совместные действия способами, которые в нормальных условиях особенно неуместны. Бюджет порождает неустойчивую долговую ситуацию; центральный банк фактически монетизирует этот долг. Однако для того, чтобы этот набор мер политики работал, приостановка действия правил надлежащего поведения должна носить временный характер и ограничиваться исключительными обстоятельствами. Это непросто: такая политика может быть успешной, только когда конституционные нормы жесткие, а органы денежно-кредитного и налогово-бюджетного регулирования сильные и независимые. Однако стоит отметить, что эта политика должна работать и в обратном направлении: посредством такого же механизма существование бюджетных профицитов, увеличивающее реальную стоимость долга, поможет сократить инфляцию.

## Восстановление умеренности

По причинам, которые разъясняются выше, ценовая, финансовая и макроэкономическая стабильность предъявляет жесткое требование одновременно к денежно-кредитной и бюджетной политике. Центральные банки должны стремиться обеспечивать ценовую стабильность в средне- и долгосрочной перспективе. Органы налогово-бюджетного регулирования должны гарантировать устойчивость долговой ситуации, корректируя свои меры политики в соответствии с целями центрального банка в области инфляции: на практике в ответ на рост объема долга органы государственного управления должны увеличивать структурный первичный профицит вызывающим доверие образом и с достаточной интенсивностью.

В нынешних условиях высокой инфляции и высокого уровня долга имеются веские аргументы в пользу того, чтобы придерживаться этих предписаний в области политики. Во-первых, даже если неожиданная инфляция может обеспечить некоторое краткосрочное облегчение ситуации в налогово-бюджетной сфере, готовность следовать режиму изменчивой высокой инфляции со временем ведет к установлению рынками премии за инфляцию, то есть более высоких процентных ставок. Следовательно, это неизбежно увеличит издержки, связанные с заимствованием органов государственного управления, и ухудшит перспективы в бюджетной сфере. Во-вторых, поскольку бюджетная консолидация (сокращения расходов или повышение налогов) способствует ограничению совокупного спроса, это облегчает работу центрального банка — сокращение денежной массы может быть менее серьезным.

Тем не менее стремительный рост государственных обязательств в годы пандемии COVID-19 ставит под сомнение устойчивость этой модели. Достижение и поддержание требуемой корректировки первичных профицитов может быть трудной задачей по политическим и экономическим причинам. Теперь вполне возможно, что, после того как нынешний кризис инфляции пройдет, мир вернется к сценарию долгосрочной инфляции с низкими реальными процентными ставками ( $r$ ) ниже темпов роста ( $g$ ). Но это слабое утешение. Отрицательная величина  $r$  минус  $g$  поможет ограничить динамику отношения долга к ВВП, но, вероятно, будет сопряжена с другими негативными явлениями, например, с низким ростом производительности. Правительства могут быть вынуждены иметь весьма крупные дефициты по экономическим или социальным соображениям; высокий уровень долга все равно может вести к установлению высоких премий за риск, систематически дестабилизирующих бюджетные перспективы.

## «Испытательный стенд» модели

После мирового финансового кризиса большинство центральных банков обеспечивало механизм денежно-кредитной поддержки государственного долга. То есть явным или неявным образом они были готовы проводить интервенции на рынке государственного долга и предотвращать увеличение издержек, связанных с заимствованием, основанное на ожиданиях повышения процентных ставок. Ведущим примером является программа прямых монетарных операций 2012 года Европейского центрального банка.

Для успешной работы механизма денежно-кредитной поддержки не требуется, чтобы центральный банк фактически покупал государственные облигации. Этот механизм лучше всего работает посредством убедительной угрозы проведения интервенции, сдерживающей спекуляции на рынке (на экономическом жаргоне — он не позволяет инвесторам координировать их ожидания исходя из равновесия высоких процентных ставок). Однако убедительность этой угрозы зависит от нескольких условий, в частности, в решающей мере от сотрудничества органов налогово-бюджетного регулирования. Почему? Потому что покупки облигаций подвергают центральный банк риску балансовых потерь. Возникновение таких потерь вынудит органы денежно-кредитного регулирования включить станок для печатания денег и тем самым отклониться от их задачи обеспечения ценовой стабильности. За исключением случаев, когда Казначейство предоставляет условные бюджетные гарантии по балансу центрального банка (то есть в случае потерь перечисляет центральному банку денежные средства), инвесторы могут сомневаться в том, действительно ли органы денежно-кредитного регулирования пойдут на риск интервенции на рынке.

Хорошо спланированный механизм денежно-кредитной поддержки может исключить наступление самореализующихся кризисов суверенного риска, но стабильность в конечном итоге зависит от налогово-бюджетной политики. Если долг не находится на устойчивой траектории (с опорой на механизм поддержки), то вмешательство центрального банка на рынке государственного долга может лишь дестабилизировать инфляционные ожидания. Экономика останется уязвимой к самореализующимся ожиданиям инфляции, увеличивающим как номинальные, так и реальные издержки заимствования для органов государственного управления.

Это основные риски, с которыми сталкиваются развитые страны и некоторые страны с формирующимся рынком, долг которых (в основном) выражен в их собственной валюте, а центральные банки которых независимы. Вызывающая доверие договоренность между органами налогово-бюджетного и денежно-кредитного регулирования относительно совместных действий с целью ограничить уязвимость к кризисам, обусловленным ожиданиями, является важнейшим элементом для построения надежного режима экономической политики. **ФР**

**ДЖАНКАРЛО КОРСЕТТИ** — заведующий кафедрой имени Пьера Вернера, профессор экономики Европейского университетского института.

## Литература:

Bartsch, Elga, Agnès Bénassy-Quéré, Giancarlo Corsetti, and Xavier Debrun, eds. 2020. *Geneva 23: It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*. London: CEPR Press.

Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2016. "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-Fulfilling Debt Crises." *Journal of the European Economic Association* 14 (6): 1329–371.

Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, Marek Jarościński, Bartosz Maćkowiak, and Sebastian Schmidt. 2019. "Macroeconomic Stabilization, Monetary-Fiscal Interactions, and Europe's Monetary Union." *European Journal of Political Economy* 57 (March): 22–33. See also references within.

Zhang, Tongli. 2021. "Monetary Backstop and Sovereign Default on Domestic Debt." Johns Hopkins University Department of Economics, Baltimore, MD.



# ФОРМИРОВАНИЕ ОЖИДАНИЙ

Опросы показывают, что инфляционные ожидания домашних хозяйств менее стабильны, чем мы думали  
**Майкл Вебер**

**Ц**ены отражают ожидания людей относительно их уровня, по крайней мере, частично. Именно поэтому органы денежно-кредитного регулирования внимательно следят за инфляционными ожиданиями. Они влияют на поведение людей в данный момент.

Однако о том, как формируются ожидания людей, известно очень немного. Внимание центральных банков обычно сосредоточено на профессионалах, занимающихся прогнозированием, и финансовых рынках, а не на домашних хозяйствах, поскольку экономисты склонны предполагать, что инфляционные ожидания домашних хозяйств прочно закреплены (то есть не меняются в ответ на краткосрочные события). Но когда мы

в 2018 году спросили 25 000 американцев, каков, по их мнению, средний уровень инфляции в США, менее 20 процентов участников опроса ответили: «приблизительно 2 процента». Почти 40 процентов назвали цифру выше 10 процентов (Coibion, Gorodnichenko, and Weber 2022).

Большинство домашних хозяйств не только не имеет прочно закрепленных ожиданий, но также склонны *переоценивать* инфляцию в будущем. Используя данные обследования потребительских ожиданий Федерального резервного банка Нью-Йорка, мы обнаружили, что в период с 2011 по 2018 год мужчины в среднем ожидали повышения инфляции примерно до 4 процентов в течение 12 месяцев, а женщины ожидали темп

## Инфляционные ожидания

Люди в значительной мере формируют прогноз инфляции исходя из ценовых тенденций, которые они отмечают во время покупок.

(Источники информации, которыми люди пользуются при формировании инфляционных ожиданий)



**Источник:** расчеты с использованием данных Chicago Booth Expectations and Attitudes Survey (D'Acunto et al., 2021).

**Примечание.** На данном графике показаны средние рейтинги. Респонденты должны выбрать из списка три наиболее актуальных источника информации, которые приходят на ум. Первому источнику присваивается значение 3, второму — 2, третьему — 1, а всем остальным источникам — 0. Респонденты могут указать менее трех источников или ни одного.

инфляции в 6 процентов (эта разница сохраняется независимо от уровня финансовой грамотности). На самом деле инфляция в среднем составила *менее* 2 процентов (D'Acunto, Malmendier, and Weber 2021).

Это говорит о возможности наличия «гендерного разрыва» в том, что касается инфляционных ожиданий. Чтобы подтвердить, так ли это, мы опросили как мужчин, так и женщин, которые возглавляют домашние хозяйства и ведут учет своих закупок продуктов. В среднем женщины ожидают более высокой инфляции, чем мужчины, но это справедливо только для «традиционных домашних хозяйств», где женщины в одиночку занимаются закупкой продуктов. Этот разрыв исчезает в семьях, где мужчина, возглавляющий домашнее хозяйство, иногда совершает закупки.

Чтобы лучше понять, как воздействие изменений цен формирует ожидания, мы провели еще один опрос, в ходе которого мы напрямую спросили участников, какие источники информации наиболее важны для них при оценке инфляции (D'Acunto et al. 2021). Выяснилось, что домашние хозяйства оценивают закупку продуктов как наиболее достоверный источник информации (см. рисунок).

В целях дополнительной проверки мы использовали данные, полученные от 50 000 домашних хозяйств, входящих в представительную группу NielsenIQ Homescan. Располагая информацией о том, что семьи покупают,

где делают покупки и сколько платят, мы разработали индекс цен для конкретных домашних хозяйств и обнаружили, что семьи, наиболее пострадавшие от инфляции, ожидают уровень инфляции в среднем на 0,7 процентного пункта выше, чем другие домашние хозяйства.

Однако не все изменения цен имеют одинаковое значение. Если они происходят в категориях, которые важны для потребителей или используются ими более регулярно (например, молоко и яйца), мы видим немедленное повышение общих инфляционных ожиданий в периоды как низкой, так и высокой инфляции. Также домашние хозяйства, как правило, уделяют больше внимания повышению цен, чем снижению. Эти факторы объясняют, почему семьи пересмотрели свои инфляционные ожидания летом 2021 года, когда большинство центральных банков продолжало проповедовать временное инфляционное давление — цены выросли в тех категориях, которые наиболее важны для потребителей. Что еще более важно, эти результаты говорят о том, что даже если центральные банки преуспеют в сдерживании инфляции в ближайшей перспективе, инфляционным ожиданиям домашних хозяйств потребуются время, чтобы вновь снизиться.

## Не нужно усложнять

Есть еще один фактор, влияющий на инфляционные ожидания домашних хозяйств: передача информации. Более сложные меры труднее объяснить и, следовательно, меньше вероятность того, что они будут формировать ожидания. В работе D'Acunto et al. (2020) мы сравниваем воздействие предварительно объявленных будущих повышений налога на потребление с указаниями относительно направления политики (заявлением, содержащим указания на вероятное направление денежно-кредитной политики в будущем). Если смотреть через призму неокейнсианской модели, обе эти меры политики должны оказывать одинаковое влияние на инфляционные ожидания. Но они весьма существенно отличаются по своей сложности и требуемому уровню понимания экономики.

Это подтверждается данными. Используя немецкую версию опроса потребителей, проведенного Европейской комиссией, мы выяснили, что немцы изменили свои инфляционные ожидания и планы расходов только после того, как Ангела Меркель, занимавшая в то время пост канцлера, в ноябре 2005 года объявила о том, что налоги на потребление увеличатся на 3 процентных пункта в январе 2007 года. И напротив, объявление летом 2013 года бывшего тогда председателем Европейского центрального банка (ЕЦБ) Марио Драги о том, что процентные ставки останутся на текущих уровнях или снизятся (это был первый случай, когда ЕЦБ явным образом использовал указания относительно направления политики в качестве инструмента политики), не оказало никакого влияния на инфляци-

онные ожидания домашних хозяйств или структуру расходов в Германии.

С учетом этих результатов мы провели серию опросов на тему того, как центральные банки могут более эффективно доносить информацию. Например, мы задали нескольким тысячам людей в Финляндии (D'Acunto et al. 2020) вопросы об ожиданиях относительно изменения их дохода и социально-демографических характеристиках, а затем разделили выборку на три группы: контрольную группу, которая не получила никакой дополнительной информации, и две экспериментальные группы. Мы предоставили этим группам достоверную информацию о мерах политики, принятых ЕЦБ весной 2020 года, используя сообщения на официальной странице Twitter Олли Рена, управляющего центральным банком Финляндии. Но группам было предоставлено разное содержание этих сообщений. Одна группа получила «целевое» сообщение, то есть сообщение, в котором указывается цель какой-либо меры без подробного описания того, какие шаги центральный банк предпримет для ее достижения. Другая группа получила информацию об «инструменте», то есть конкретной мере, которая была принята для достижения этой цели. Всем участникам опроса вновь были заданы те же вопросы. Полученные нами результаты показывают, что только целевое сообщение фактически улучшает ожидания людей относительно доходов.

В работе Coibion, Gorodnichenko, and Weber (2022) мы рассматриваем способ передачи сообщения. Мы обнаружили, что наиболее эффективным способом управления инфляционными ожиданиями людей является использование таких простых терминов, как «текущая инфляция», «целевой показатель инфляции» или «прогноз инфляции». Но важен источник. Освещение деятельности Федеральной резервной системы в газетах, будучи более простым для чтения, оказывает меньшее воздействие на ожидания, чем официальные заявления Комитета по операциям на открытом рынке ФРС. Это связано с тем, как домашние хозяйства в США оценивают свое доверие к различным источникам новостей. Когда дело касается информации об экономике, газеты в среднем получают низкую оценку, а социальные сети и Twitter — высокую. Эти данные свидетельствуют о том, что центральные банки не могут использовать только средства массовой информации для передачи домашним хозяйствам сообщений о денежно-кредитной политике.

Личность автора сообщения также влияет на эффективность информирования о денежно-кредитной политике. В работе D'Acunto, Fuster, and Weber (2021) мы обнаружили, что, даже когда сообщение и прогнозы остаются неизменными, существует значительно большая вероятность того, что женщины и чернокожие респонденты пересмотрят свои ожидания, если сообщение исходит либо от Мэри Дейли, либо от Рафаэля

## Большинство домашних хозяйств не только не имеет прочно закрепленных ожиданий, но также склонны переоценивать инфляцию в будущем.

Бостика, женщины и чернокожего мужчины, занимающих посты председателей региональных отделений ФРС, а не от Томаса Баркина, белого мужчины, занимающего аналогичную должность. Акцент на присутствии женщин или чернокожих мужчин в Комитете по операциям на открытом рынке ФРС повышает доверие женщин и чернокожих участников опроса к Федеральной резервной системе и пробуждает в них желание получать информацию о денежно-кредитной политике.

### Подведение итогов

В совокупности эти результаты показывают, что люди в целом не имеют прочно закрепленных инфляционных ожиданий. Люди обращают внимание на изменения цен на соответствующие отдельные товары и уделяют больше внимания повышению цен, чем снижению.

Центральные банки могут управлять ожиданиями домашних хозяйств, если будут использовать простые сообщения. При этом важны способ передачи сообщения и личность автора сообщения. Основной задачей для центральных банков остается донесение информации до обычных семей, которые, как правило, не следят за официальными сообщениями. Этот пробел можно заполнить путем нестандартного и четкого информирования. [ФР](#)

**МАЙКЛ ВЕБЕР** — доцент финансов в Школе бизнеса имени Бута при Чикагском университете.

### Литература:

- Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Michael Weber. 2022. "Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations." *Journal of Political Economy* 130 (6): 1537–584.
- D'Acunto, Francesco, Daniel Hoang, Maritta Paloviita, and Michael Weber. 2020. "Effective Policy Communication: Targets versus Instruments." BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.
- D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, and Michael Weber. 2021. "Gender Roles Produce Divergent Economic Expectations." *Proceedings of the National Academy of Sciences* 118 (21): 1–10.
- D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, Juan Ospina, and Michael Weber. 2021. "Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations." *Journal of Political Economy* 129 (5): 1615–639.
- D'Acunto, Francesco, Andreas Fuster, and Michael Weber. 2021. "Diverse Policy Committees Can Reach Underrepresented Groups." BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.





# РЕВОЛЮЦИОНЕР ИЗ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

*Пракаш Лунгани представляет бывшего сотрудника центрального банка Швеции  
Ларса Е. О. Свенссона, лидера революционного движения в области инфляционного таргетирования*

**Р**уководители центральных банков переживают трудные времена. Всплеск инфляции в 2021 году стал для многих центральных банков неожиданностью. «Сейчас мы лучше понимаем, как мало мы понимаем суть инфляции», — заявил в прошлом году председатель Федеральной резервной системы Джей Пауэлл.

Трудности могли оказаться намного более серьезными, если бы не существенные изменения к лучшему, произошедшие в работе центральных банков за последние тридцать лет, а именно, в части улучшения принципов, известных как таргетирование инфляции. Практическим внедрением таких изменений занималась целая команда, однако отвечал за этот процесс не кто иной, как Ларс Е. О. Свенссон, бывший заместитель председателя Риксбанка, центрального банка Швеции, который в настоящее время является доцентом престижной Стокгольмской школы экономики.

«Ларс оказал огромное влияние на важнейшие вопросы денежно-кредитной политики», — сказал в интервью ФиР Бен Бернанке, бывший председатель ФРС и лауреат Нобелевской премии 2022 года. — Его творческий подход и независимость суждений поистине впечатляют».

В рамках таргетирования инфляции центральные банки устанавливают явную цель по долгосрочной инфляции и стремятся достичь ее путем изменения ключевых процентных ставок, которые они контролируют. Повышение процентной ставки — то, чем центральные банки занимаются, например, сейчас, — как правило, приводит к ослаблению инфляции, благодаря сокращению расходов на жилье и другие товары, чувствительные к изменению процентных ставок. Свенссон был одним из первых, кто стал сторонником таргетирования инфляции. С тех пор он активно проповедует эту меру, подталкивая центральные банки к неуклонному улучшению его принципов, особенно путем опубликования траектории будущей денежно-кредитной политики для достижения целевого ориентира по инфляции.

Предложенные Свенссоном и его коллегами улучшения, касающиеся проведения денежно-кредитной политики, помогли руководителям центральных банков всего мира предотвратить перерастание финансового кризиса 2007 года в очередную Великую

депрессию. Занимая должность заместителя председателя центрального банка, Свенссон помог Риксбанку успешно справиться с начальными этапами кризиса.

## На пути к цели

Свенссон иначе представлял себе свой жизненный путь. В 1971 году он получил степень магистра наук по физике и прикладной математике в Королевском технологическом институте Стокгольма. Находясь в «академическом отпуске» и размышляя о том, чем заняться дальше, он поступил на курсы по истории экономики для студентов бакалавриата. Один из его преподавателей посоветовал ему сменить специальность на экономику, подчеркнув, что в Швеции у экономистов хорошие шансы получить работу. «Это был один из лучших советов, которые я услышал в жизни», — сказал Свенссон в интервью ФиР.

Он продолжил обучение и получил докторскую степень по экономике в Стокгольме, а также провел год в Массачусетском технологическом институте, где в числе его профессоров были Нобелевские лауреаты Пол Сэмюэльсон, Роберт Солоу и Питер Даймонд; бывший заместитель председателя ФРС Стэн Фишер и главный экономист Google Хэл Вэриан. Среди его сокурсников были лауреат Нобелевской премии Пол Кругман, бывший главный экономист МВФ Оливье Бланшар, бывший президент Европейского центрального банка и бывший премьер-министр Италии Марио Драги, а также бывший председатель ФРС Фредерик Мишкин. «В тот год я обзавелся знакомыми, которые очень помогли мне в будущем», — говорит Свенссон.

Его первым местом работы стал Институт международных экономических исследований при Стокгольмском университете. В 1970-е и 1980-е годы он в основном занимался экономической теорией и международной экономикой. Торстен Перссон, его друг, коллега и соратник, работавший с ним в течение долгих лет, описывает работу со Свенссоном в то время. «В своей работе он остается верным своим взглядам до тех пор, пока кто-то не предложит лучшее решение и формальную модель, — говорит он. — При этом к своим хобби он относится не менее серьезно. Так, мы были заядлыми яхтсменами, пока он страстно не увлекся скалолазанием».

## Таргетирование инфляции

В 1990-е годы Свенссон переключил свое внимание на монетарную экономику. Его интерес отчасти был связан с его работой в качестве внешнего советника Риксбанка. Это были неспокойные времена. Экономика отклонилась от курса, после того как в 1992 году рухнул курс кроны, привязанной к европейской валютной единице (ЭКЮ), несмотря на героические попытки центрального банка спасти крону путем повышения процентной ставки на 500 процентов. Свенссону и небольшой группе штатных и внешних экономистов было поручено за две недели представить Риксбанку рекомендации о переходе на новые принципы денежно-кредитной политики.

К счастью, пример для подражания не пришлось долго искать. В 1989–1990 годы Резервный банк Новой Зеландии взял курс на таргетирование инфляции, благодаря которому удалось ее резко снизить. Банк Канады также обратился к таргетированию инфляции в 1991 году и успешно снизил инфляцию до 2 процентов. В докладе для Риксбанка Свенссон приводил «убедительные аргументы» в пользу установления «узкого целевого диапазона по инфляции» в рамках проводимой денежно-кредитной политики. В начале 1993 года Риксбанк перешел на инфляционное таргетирование, установив долгосрочную цель по инфляции в размере 2 процентов, которую нужно было выполнить к 1995 году и которая в последующие годы оставалась ниже установленного ориентира.

В конце 1990-х годов и в 2000-е годы Свенссон занимался распространением успешных примеров инфляционного таргетирования и работой по его совершенствованию. К 2001 году он перешел на работу на престижный факультет экономики Принстонского университета, где ряд профессоров, среди которых были Бернанке, Кругман и бывший заместитель председателя ФРС Алан Блиндер, а также влиятельный экономист Майкл Вудфорд, занимались аналогичной темой. Скотт Самнер, известный ученый в области монетарной теории из Университета Джорджа Мейсона, назвал их «Принстонской школой», которой он отдает должное за изменения в работе центральных банков, сыгравшие решающую роль в урегулировании Великой рецессии.

Одним из первых вкладов Свенссона стал призыв к центральным банкам гибко внедрять инфляционное таргетирование, принимая во внимание их двойной мандат по поддержанию инфляции на уровне, близком к целевому ориентиру, и обеспечению почти полной занятости в экономике. В наше время, сказал Свенссон в интервью ФиР, «среди центральных банков едва ли найдутся те, кто “помешан на инфляции”» — термин, который придумал бывший председатель Банка Англии Мервин Кинг, говоря об одержимости центральных банков бороться с инфляцией в ущерб занятости.

## Таргетирование прогноза по инфляции

Еще более важным вкладом Свенссона стало то, что он смог убедить центральные банки таргетировать прогноз по инфляции. В рамках таргетирования инфляции центральные банки уже становились более открытыми, объявляя и объясняя свои наиболее свежие решения в области политики процентной ставки. Свенссон утверждал, что банкам нужно идти дальше.

Поскольку влияние мер денежно-кредитной политики проявляется с лагом, важно, чтобы центральные банки разъясняли рынкам и населению свои планы на будущее.

В своей знаменитой статье 1997 года Свенссон рекомендовал центральным банкам выбрать траекторию для текущих и будущих процентных ставок, с тем чтобы собственные прогнозы центрального банка по инфляции и занятости «выглядели убедительными» и помогли со временем достичь цели по инфляции и полной занятости в экономике. «Предположим, у вас целевой ориентир по инфляции составляет 2 процента», — объясняет Самнер из Университета Джорджа Мейсона. — Вы разрабатываете меры политики, имея в виду ваш прогноз [достичь уровня инфляции] в 2 процента.... Это здравый смысл. Почему бы вам не установить [траекторию будущих] процентных ставок, чтобы показать, что ожидаемая политика будет успешной?»

Тем не менее, до того как Свенссон опубликовал свою работу, центральные банки, как правило, допускали такие траектории процентных ставок, которые в конце концов приводили к тому, что инфляция оказывалась ниже или выше целевого ориентира. «Это похоже на ситуацию, когда капитан корабля, пересекающего Атлантику, управляет штурвалом так, что корабль, двигаясь к цели, отклоняется от курса на 200 миль», — писал Самнер.

Некоторые центральные банки, такие как Норвежский банк, Риксбанк и Чешский национальный банк, начали публиковать свои траектории процентных ставок в соответствии с рекомендациями Свенссона и следуя примеру центрального банка Новой Зеландии. Многие другие центральные банки внедрили аналогичные меры. «Работа Свенссона помогла разработать более упреждающий подход к проведению денежно-кредитной политики центрального банка и готовности внедрять инновации в кризисные времена», — говорит Роберт Тетлоу, старший советник СФР и коллега Свенссона.

Тетлоу в интервью ФиР говорит, что «Ларс всегда умел сохранять сверхъестественное спокойствие, оставаясь при этом упрямым, вежливым, но решительным», когда давал рекомендации центральным банкам. Филип Тернер, бывший высокопоставленный сотрудник Банка международных расчетов (МБР), вспоминает, что «на конференции, организованной Банком Японии в 2000 году, Свенссон был одним из первых», кто призывал к радикальным действиям в области денежно-кредитной политики. «Япония уже потеряла десятилетие из-за экономической стагнации и дефляции», — прямо написал Свенссон в статье для конференции. — Если и далее будет проводиться ошибочная политика, страна может потерять еще одно десятилетие».

## Движение в сторону отрицательных ставок

Совершенствование денежно-кредитной политики, за которое выступал Свенссон и его коллеги, оправдалось во время Великой рецессии. Центральные банки быстро и решительно повернули в сторону мер, которые, скорее всего, помогли предотвратить очередную Великую депрессию. Они резко снизили процентные ставки, ясно дав понять, что они не «помешаны на инфляции», и серьезно нацелены на обеспечение

полной занятости. Они объявили рынкам, что намерены подерживать процентные ставки «на неуклонно низком уровне», давая упреждающий сигнал в полном соответствии с духом рекомендаций Свенссона о необходимости прозрачности.

Между тем Великая рецессия оказалась настолько глубокой, что центральные банки попали в затруднительное положение: что еще они могли сделать, после того как снизили процентные ставки до нуля и объявили о своих планах сохранять их на этом уровне в течение длительного времени? Свенссон рекомендовал двигаться в сторону отрицательных процентных ставок, взимая плату за депозиты, чтобы заставить банки выдавать кредиты для стимулирования расходов.

«Наиболее ярый сторонник политики — заместитель председателя Ларс Свенссон, признанный в мире эксперт в области денежно-кредитной политики, тесно работающий с Бенем Бернанке», — писала газета *Financial Times* в то время. Центральный банк Дании сделал шаг в сторону отрицательных процентных ставок в 2012, за которым последовал Европейский центральный банк и ряд других банков.

Несмотря на то что отрицательные процентные ставки все еще остаются спорной темой, по мнению некоторых экономистов, они расширили инструментарий центральных банков. Бывший главный экономист МВФ Кен Рогофф говорит, что «если делать это грамотно, ... то отрицательные процентные ставки действуют аналогично тому, как работает нормальная денежно-кредитная политика, способствуя резкому росту совокупного спроса и повышению занятости» во время будущих кризисов.

## Непохожие и разные

До начала финансового кризиса в 2007 году Риксбанку удалось вновь пригласить на работу Свенссона из Принстонского университета на должность заместителя председателя. К тому моменту центральный банк Швеции уже следовал рекомендациям Свенссона и публиковал и обосновывал траекторию своей процентной ставки. К июлю 2009 года Риксбанк уже снизил процентные ставки до 0,25 процента.

Однако Свенссону не удалось убедить своих коллег снизить процентную ставку до нуля и затем рассмотреть вопрос об установлении отрицательных процентных ставок в случае необходимости. Напротив, в 2010 году Риксбанк начал повышать ставки. Свенссон выступил против такого шага, обосновывая это тем, что прогноз по инфляции все еще был намного ниже целевого ориентира, а безработица оставалась высокой. Он также выступал против того, чтобы «дуть против ветра» — то есть поднять процентные ставки, чтобы противостоять рискам, угрожающим финансовой стабильности, вызванным, например, ростом цен на жилье и растущей задолженностью по ипотечным кредитам, — даже в том случае, когда макроэкономические показатели, такие как уровень инфляции и выпуска, требовали бы обратного.

Проработав пару лет и сохраняя вежливое несогласие, в середине 2013 года Свенссон, наконец, покинул Риксбанк в конце своего срока службы в этой должности. Он решительно заявил, что «не сумел заручиться поддержкой для проведения денежно-кредитной политики», которую он считал правильной. Бывшие коллеги Свенссона по Принстону

бросились на его защиту. Кругман назвал повышение процентных ставок в 2010–2011 годах, «возможно, наиболее неоправданной стратегической ошибкой» за весь период глобального финансового кризиса, сказав, что эти меры не имели «никаких оснований с точки зрения макроэкономических показателей».

Суждение Свенссона оказалось правильным: к 2014 году стало очевидно, что повышение процентных ставок не способствовало снижению инфляции цен на жилье, а привело к дефляции и ослаблению экономики. Риксбанк был вынужден опустить процентные ставки до нуля. А в 2015 году Риксбанк вошел в зону отрицательных значений, что оказалось успешным экспериментом, по мнению автора опубликованного впоследствии рабочего документа МВФ Рима Турк.

После ухода из Риксбанка Свенссон посвятил себя обоснованию того, почему денежно-кредитная политика должна быть сосредоточена на выполнении цели по инфляции и выпуску, а вопросы финансовой стабильности должны оставаться в компетенции макропруденциальной политики. Эти два направления экономической политики «отличаются друг от друга и должны проводиться раздельно», — писал он. В поддержку своего аргумента Свенссон провел ряд выступлений в МВФ и в других организациях, доказывая, что выгоды от повышения процентных ставок для укрепления финансовой стабильности за счет ослабления вероятности финансового кризиса оказались незначительными и неопределенными. Напротив, издержки, связанные с повышением безработицы и давлением в сторону дефляции, были высокими и намного более определенными.

Проведенные Свенссонами расчеты издержек и выгод нашли отражение в документе сотрудников МВФ от 2015 года «Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность», в котором содержался вывод о том, что в большинстве случаев издержки превышают выгоды. Тернер, бывший сотрудник БМР, сказал ФиР, что «используя строгую логику и наиболее убедительные аргументы, основанные на эмпирических данных, в защиту противоположной точки зрения, Свенссон решительно выиграл этот спор».

## Всегда активный

В свои 75 лет Свенссон продолжает вести активную научную деятельность. В своей последней работе он доказывает, что широко используемые показатели завышенной оценки цен на жилье, такие как отношение цен на жилье к доходам, вводят в заблуждение и могут приводить к нежелательным стратегическим действиям со стороны финансовых ведомств. Он также ставит под сомнение общепринятое мнение о том, что домохозяйства больше сокращают расходы во время кризисов, имея более высокий уровень задолженности по ипотеке. Тернер рад, что Свенссон продолжает подвергать сомнению расхожие представления: «Где бы он ни оказывался, экономистам приходится быть более убедительными, чтобы доказывать свою точку зрения». **ФР**

**ПРАКАШ ЛУНГАНИ** — заместитель директора Независимого отдела оценки МВФ.



ФОТО: ALEX KOLOMOISKY

## Не бойтесь дискуссий

*Карнит Флуг подчеркивает важность подотчетности и прозрачности в центральных банках*

**ВСКОРЕ ПОСЛЕ СВОЕГО НАЗНАЧЕНИЯ** на пост управляющей Банка Израиля в 2013 году Карнит Флуг возвращалась со встречи с правительством по вопросам экономической политики и думала о том, должна ли она опубликовать свои высказывания. Но еще до того, как она вернулась в центральный банк, она увидела, что ее комментарии уже были опубликованы в прессе. «Тогда я поняла, что нет такого понятия, как частные высказывания на заседаниях правительства, — вспоминает она. — Всегда лучше контролировать информацию, чем допускать, чтобы ваши высказывания вырывались из контекста в угоду чьим-то личным интересам».

Центральные банки во всем мире находятся под беспрецедентно пристальным вниманием, в то время как они стараются предотвратить инфляцию и глобальную рецессию. Флуг рассказала представителю ФиР Николасу Оуэну о важности

подотчетности и прозрачности центральных банков, прошлых успехах и неудачах в области экономической политики, а также о пройденном ею пути от экономиста-исследователя до первой женщины-управляющей центральным банком Израиля.

**ФиР: Последний резкий скачок инфляции в Израиле был в 1980-х годах. Наблюдаете ли Вы параллели с сегодняшним днем?**

**КФ:** С тех пор макроэкономические условия и институциональные структуры значительно изменились, поэтому трудно проводить параллели. Во время пика инфляции в нашей стране в 1984 году, когда цены возросли на 445 процентов, у нас был огромный государственный дефицит порядка 15 процентов ВВП. Долг составлял 280 процентов ВВП. Независимости центрального банка не существовало. В рамках программы стабилизации в закон о Банке Израиля была внесена поправка, известная как «положение о запрете на печатание денег», которая не позволяла центральному банку финансировать дефицит государственного бюджета. Так что сегодня обстоятельства совершенно иные.

Тем не менее некоторые члены Кнессета, нашего парламента, оказывают на центральный банк давление, с тем чтобы он ввел новые инициативы, такие как освобождение одиноких домовладельцев от повышения процентных ставок по ипотечным кредитам. Я надеюсь, что этим инициативам не будет дан ход. Даже в этом случае обсуждение может привести к самоограничению, которое сделает денежно-кредитную политику менее эффективной. И даже если они не повлекут за собой изменения денежно-кредитной политики, они могут повлиять на ожидания, и это само по себе может сделать денежно-кредитную политику менее эффективной. Инициативы такого рода бесполезны.

**ФиР: Реформы, которые Вы провели на посту управляющей, были неоднозначными. Что Вы посоветуете сегодняшним руководителям центральных банков, имеющим разногласия с директивными органами?**

**КФ:** Когда я была управляющей, инфляция и процентные ставки были очень низкими, поэтому в отношении денежно-кредитной политики не было никаких разногласий. Тем не менее, согласно первоначальному закону о центральном банке 1954 года, управляющий Банка Израиля также является экономическим советником правительства. Это нетипичная роль, и она создает трения с политической системой, особенно с Министерством финансов. По традиции эти советы весьма публичные: они являются частью обсуждения с правительством, но также способствуют публичной дискуссии.

Мой главный совет — будьте прозрачными и профессиональными в своем анализе. А также необходимо принимать активное участие в общественных обсуждениях, пользуясь высококачественными исследованиями.

**ФиР:** Реально ли в наши дни, чтобы центральные банки оставались в значительной степени неподотчетными? Следует ли более широко обсуждать издержки, связанные с ужесточением денежно-кредитной политики, поскольку мир движется к болезненной рецессии?

**КФ:** Существуют различные формы подотчетности. Подотчетность может быть повышена за счет требования прозрачности и экспертных оценок. И оживленные общественные дебаты являются частью подотчетности. Но на самом деле Вы спрашиваете, должны ли центральные банки быть независимыми в применении денежно-кредитной политики для достижения целевого показателя инфляции. В этом вопросе, я думаю, политики все еще сохраняют инфляционный уклон. Это привело к высокой инфляции в 1970-х и 1980-х годах. Политики считали, что можно смириться с чуть более высокой инфляцией, чтобы был чуть более высокий уровень экономической активности и занятости. Но на самом деле это оказалось очень трудно контролировать. Более высокая инфляция может запустить спираль инфляционных ожиданий, которая приведет к еще более высокой инфляции. Этот базовый инфляционный уклон все еще существует. Я думаю, что невозможно использовать этот компромисс, чтобы спровоцировать чуть более высокую инфляцию для повышения активности. Как только инфляция начинает ускоряться, ее очень трудно контролировать. И тогда затраты, включая расходы на социальное обеспечение, могут быть очень высокими.

**ФиР:** Ошибались ли центральные банки в прошлом? Нам говорят, что сегодня мы должны доверять центральным банкам, когда они повышают ставки. Но центральные банки закачивали деньги в экономику путем низких процентных ставок и количественного смягчения. Разве мы не расплачиваемся за это сегодня?

**КФ:** Я думаю, что реакция денежно-кредитной политики на мировой финансовый кризис в целом была правильной и фактически спасла мир от гораздо более глубокой и продолжительной рецессии. Руководство Бена Бернанке и уроки, которые он извлек из прошлого, были чрезвычайно важны. В некоторых странах денежно-кредитная политика сопровождалась макропруденциальной политикой, направленной на смягчение воздействия очень низких процентных ставок на рынки некоторых активов. В Израиле мы ввели ряд ограничений на ипотечном рынке, чтобы предотвратить формирование чрезмерного риска.

После COVID-19 снова потребовались масштабные ответные меры в плане как денежной, так и бюджетной экспансии. В данном случае я считаю, мы слишком поздно отказались от чрезмерной бюджетной и денежно-кредитной поддержки. Восстановление оказалось очень активным, но несмотря на это правительства некоторых стран продолжали проводить чрезвычайно экспансионистскую налогово-бюджетную политику, тогда как денежно-кредитная поли-

тика оставалась чрезвычайно адаптивной. А когда очень сильное увеличение спроса столкнулось с ограничениями предложения в связи с закрытием заводов в Китае и других странах, а затем в связи с войной в Украине, инфляция начала быстро расти. Осознание того, что спрос играет важную роль, и это были не просто шоки предложения, пришло не сразу. И отчасти поэтому инфляция быстро росла, потребовав более быстрого прекращения экспансии, которое до сих пор не осуществлено повсеместно.

**ФиР:** Мне интересно узнать о пройденном Вами пути от экономиста, занимающегося исследованиями, до главы центрального банка, который вынужден ежедневно принимать сложные решения в области экономической политики. Изменил ли накопленный Вами опыт Ваш подход к экономическим исследованиям?

**КФ:** Мой опыт, особенно руководство отделом исследований в Банке Израиля в течение 10 лет, помог мне эффективно использовать исследования при принятии решений в области экономической политики. Он помог мне понять, на какие вопросы можно ответить с помощью моделей, а также ограничения, связанные с использованием моделей для получения ответов. Опыт проведения исследований может помочь в оценке того, где в процессе принятия решений можно использовать модели, а где нужно полагаться на базовую теорию или простой анализ самых последних данных.

**ФиР:** Вы были первой женщиной-управляющей центральным банком Израиля. Было ли это важно для Вас и для страны?

**КФ:** Когда меня назначили, я в большей степени осознавала тот факт, что я была первой управляющей из числа рядовых сотрудников, человеком, который начинал работу в банке как молодой экономист и достиг самого верха. До меня все управляющие были известными экономистами, назначенными извне. Я думала в основном о том, как оправдать оказанное мне высокое доверие.

В Банке Израиля я никогда не ощущала, что тот факт, что я женщина, препятствовал моему карьерному росту. Но я рано поняла, что это важно — в прессе много писали о первой женщине-управляющей, и меня всегда спрашивали об этом, когда я встречалась со студентами. Я поняла, что была своего рода образцом для подражания.

Я была удивлена тем, как мало было женщин-управляющих, когда я присутствовала на встречах управляющих в МВФ или Банке международных расчетов. Иногда меня немного смущало то, что я была единственной женщиной в одном помещении с 35–40 мужчинами-управляющими. Но со временем я привыкла к этому. Кроме того, с течением времени в этом помещении стало больше женщин. **ФР**

*Интервью отредактировано из соображений объема и ясности.*



ОПЫТ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ

# Проторенные пути

В эпоху высокой инфляции страны с формирующимся рынком могут поделиться опытом

Лесетья Кганьяго

**В** публичных обсуждениях экономической политики трудности, которые испытывают страны с развитой экономикой, обычно превалируют над теми трудностями, с которыми сталкивается развивающийся мир. Например, в денежно-кредитной политике ключевыми вопросами последнего десятилетия были нулевой предел процентной ставки и слишком низкая инфляция. Но на странах с формирующимся рынком эти проблемы особенно не сказывались. Наши трудности были в основном связаны с такими классическими вопросами, как удержание инфляции от выхода за верхнюю границу целевых показателей, противодействие призывам понизить ставки ради обеспечения краткосрочного экономического роста и финансирование экономически неприемлемых бюджетных позиций.

Сегодня, когда в странах с развитой экономикой фокус дискуссии смещается на борьбу с высокой инфляцией, страны с формирующимся рынком могут поделиться советами. У центральных банков этих стран богатый опыт работы в таких условиях, в том числе при политическом давлении, которое часто начина-

ется после ужесточения денежно-кредитной политики. Особо отметим три области.

Первая связана с урегулированием шоков предложения. В силу их регулярного характера их трудно объяснить с точки зрения денежно-кредитной политики. За те 12 лет, что я проработал в Комитете по денежно-кредитной политике Южно-Африканского резервного банка, я потратил больше времени на анализ последствий шоков предложения и объяснение того, как мы разграничиваем временные и постоянные эффекты, чем на урегулирование давления спроса. Во многих странах с формирующимся рынком похожая ситуация.

Одна из трудностей заключается в том, что даже при умеренной инфляции агенты, устанавливающие цены и зарплаты, привыкают ее отслеживать и индексировать свои цены. Следовательно, если центральные банки не реагируют на шоки оперативно, нарастает ценовое давление и меняются уровни инфляционных ожиданий. В результате политика еще больше отстает от событий и временные шоки вызывают продолжительные эффекты.

На протяжении многих лет оптимальным ответом на шоки предложения считалась классическая рекомендация для стран с развитой экономикой: ничего не предпринимать, потому что шок сам пройдет. Однако в странах с формирующимся рынком наблюдается более активная индексация и меньшая терпимость к снижению реальных доходов. Сегодняшняя инфляция с большой вероятностью сохранится и в будущем. Поэтому меры политики, отвечающие на шоки предложения, требуется принимать чаще. Во многих странах с формирующимся рынком введены надежные механизмы таргетирования инфляции, облегчающие работу с инфляционными ожиданиями. Эти механизмы, которые в целом хорошо себя зарекомендовали, обеспечивают гибкость при реализации политики.

Эта потребность в особом подходе для стран с формирующимся рынком может быть обоснована в целом более высоким уровнем инфляции, при котором у людей возникает сильный стимул отслеживать индекс потребительских цен, не ожидая, что цены будут стабильными. Уровни инфляции в наших странах влияют на то, как домохозяйства и компании принимают повседневные решения.

## Устойчивость бюджета

Вторая область связана с нашим мандатом. Часто предполагают, что налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика не пересекаются. Это скорее абстракция, чем реальность. Как подтвердит любой разработчик экономической политики из страны с формирующимся рынком, налогово-бюджетная политика может исказить параметры денежно-кредитной политики. Наши слова подтверждаются все чаще высказываемыми опасениями о подчинении денежно-кредитной политики бюджетным соображениям, в частности когда центральным банкам все плотнее приходится заниматься последствиями количественного смягчения и других мер политики, из-за которых увеличился объем принадлежащего им государственного долга. Поскольку балансы центральных банков вызывают озабоченность, сейчас особенно важно, чтобы мандаты центральных банков оставались простыми и ясными.

Для достижения хороших результатов странам нужна комплексная макроэкономическая стратегия, которая помогает

добиться других ключевых показателей, особенно устойчивости бюджета. Без такой стратегии центральные банки сами по себе не могут обеспечить благоприятную для роста конъюнктуру.

Характерный пример — Южная Африка. В 1990-е годы вновь избранное демократическое правительство инициировало ряд реформ, послуживших основой для самого продолжительного периода непрерывного роста в истории страны. Эти реформы опирались на три столпа: плавающий валютный курс, избавивший страну от необходимости проводить затратные и неэффективные интервенции для поддержания валюты; таргетирование инфляции, обеспечившее снижение процентных ставок и стабилизацию цен, и, возможно, самое главное, бюджетная дисциплина.

Все вместе эти реформы помогли стране успешно пройти через кризисы стран с формирующимся рынком в 1998 и 2001 годах. Однако поскольку эти меры предполагали дисциплину и осторожность, они не пользовались широкой популярностью. Это привело, в свою очередь, к более расточительному подходу в последние десять лет, когда объему и качеству расходов уделялось гораздо меньше внимания. В результате макроэкономические условия серьезно ухудшились, а показатели экономического роста откатились к одним из самых низких уровней за историю Южной Африки.

Денежно-кредитная политика свои позиции не сдала, но ДКП — это еще не всё. Опять же, с подобными ситуациями сталкивались и другие страны с формирующимся рынком.

## Поиск равновесия

И здесь мы подходим к третьей области, где страны с формирующимся рынком могут поделиться опытом: как маневрировать при проведении политики и, если конкретнее, как найти равновесие между решительными действиями и открытостью для новых идей и информации.

В странах с развитой экономикой, особенно в последние годы, одной из серьезнейших проблем при выработке политики, возможно, стало групповое мышление. Но я бы не сказал, что то же самое наблюдается в странах с формирующимся рынком. При обсуждениях денежно-кредитной политики Южной Африки мы редко приходили к единодушному согласию в том, следует ли повышать ставку. Даже в тех редких случаях, когда все члены комитета по ДКП были за ужесточение, мы расходились в вопросе о том, насколько повышать ставку. И могу вас заверить: в целом в нашем обществе нет недостатка в разнообразии мнений.

По своему опыту могу сказать, что в странах с формирующимся рынком ответственным за разработку экономической политики очень полезны расхождения во взглядах на тактические вопросы при консенсусе относительно общей стратегии.

Закрепленный в конституции мандат центрального банка Южной Африки гласит: поддерживать стоимость валюты в интересах сбалансированного и устойчивого роста. При всей моей любви к открытой дискуссии считаю непродуктивным подвергать сомнению или критиковать роль центрального банка. Разнообразие мнений важно, однако есть вещи, которые следует оставить в покое.

Поскольку страны с развитой экономикой столкнулись с инфляционной динамикой, сходной с той, что обычно наблюдается в странах с формирующимся рынком, это разграниче-

ние — между вопросами, требующими единодушия, и теми, по которым стоит дискутировать, — может быть полезно. Разработчики денежно-кредитной политики в условиях неполноты информации принимают сложные решения, имеющие далеко идущие последствия. Критики часто игнорируют сложность ситуации и просто утверждают, что центральные банки не видят фактов. Центральные банки должны вновь и вновь напоминать о своих стратегических целях — четко, терпеливо и с опорой на убедительные данные. Если здесь удастся обеспечить консенсус, его надо беречь, а не бояться как проявления группового мышления. В то же время, когда речь идет о тактике, надо быть открытым и готовым пересматривать свою позицию.

## Как подтвердит любой разработчик экономической политики из страны с формирующимся рынком, налогово-бюджетная политика может исказить параметры денежно- кредитной политики.

Вполне возможно, что в 2023 году тенденции 2022-го изменятся, и в некоторых странах с развитой экономикой вновь установится низкая инфляция. Это дало бы странам с формирующимся рынком долгожданную передышку. Но никогда не стоит обольщаться. К сожалению, неочевидно, что более благоприятные инфляционные процессы в странах с развитой экономикой обязательно облегчат экономическую ситуацию в странах с формирующимся рынком и с развивающейся экономикой. Необходимо с новыми силами приступить к решению проблем высокого уровня долга, не забывая при этом об издержках, сопряженных с переходом к низкоуглеродной экономике. Страны с формирующимся рынком должны эффективнее использовать привлекаемое финансирование, чтобы вернуться к высоким показателям экономического роста при более устойчивых потоках капитала.

При замедлении экономического роста и неослабевающей потребности в финансовых ресурсах высокая инфляция в значительной части мира, скорее всего, сохранится. Более эффективная координация между экономически приемлемой налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой позволила бы создать важные источники синергии, снизить воздействие шоков предложения, удержать на низком уровне стоимость финансирования правительства и избавить домохозяйства и компании в странах с формирующимся рынком от беспокойства по поводу инфляции. **ФР**

**ЛЕСЕТЬЯ КГАНЬГО** — управляющий Резервного банка Южной Африки.



ОПЫТ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ

# В защиту интервенции

При определенных условиях она может снизить излишнюю неустойчивость валют

Сукдев Сингх

**К**огда после 2008 года центральные банки ведущих экономических держав резко снизили процентные ставки, страны с менее крупной формирующейся рыночной экономикой, особенно в Азии, испытали приток капитала, что привело к укреплению их валют и падению процентных ставок. Сегодня, когда ведущие центральные банки стремительно ужесточают политику, финансовые потоки обратились вспять: валюты стран с формирующимся рынком теряют в стоимости, инфляция растет, а центральным банкам приходится повышать ставки, даже несмотря на буксующий рост.

Глобальная экономическая и финансовая интеграция ослабила передачу воздействия денежно-кредитной политики на национальном уровне и увеличила влияние международных факторов на внутренние цены и экономические условия. Валюты со свободно плавающим курсом идеально подходят для большинства стран с формирующейся рыночной экономикой, но внешняя конъюнктура вскоре может привести к тому, что валютные курсы разойдутся с основными экономическими показателями. Автономия политики гарантирована только в том случае, если экономика страны достаточно сильна, чтобы противостоять волатильности и существенной несбалансированности обменного курса.

Интервенции на валютном рынке позволяют директивным органам контролировать темп и масштаб повышения и снижения курса валюты. Они также помогают ослабить давление на обменный курс за счет ограничения односторонних ожиданий, связанных с будущим курсом. Более емкая финансовая система облегчает посредничество, но может оказаться палкой о двух концах: расширенный доступ к финансовым инструментам и ликвидности может привлечь дополнительный приток капитала. Страны с формирующейся открытой рыночной экономикой и крупными, глобально интегрированными финансовыми системами должны обладать большим объемом валютных резервов и проводить более активные интервенции для предотвращения излишней волатильности. Однако успех интервенций не гарантирован.

## Успешная интервенция

На успех интервенции влияют разнообразные факторы. Для краткости мы сосредоточимся на тех из них, которые обеспечивают успех при поддержке слабеющей валюты.

- **Уровень валютных резервов.** Валютные резервы требуют затрат, но их роль бесценна, когда на обменный курс оказывается неоправданное давление в сторону понижения. Они тем более важны для стран с курсовой привязкой валюты (таких как специальный административный район Гонконг) или тех стран, которые используют валютный курс в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики (Сингапур).
- **Сила внутренней экономики и финансовой системы.** Если эти основные показатели сильны, у центрального банка появляется дополнительная свобода маневра при выборе объема интервенций и допустимого изменения курса. Это также повышает эффективность интервенций, поскольку центральному банку не приходится проводить активные операции по поддержанию ликвидности, снижающие воздействие его валютных интервенций (см. четвертый пункт).
- **«Обоснованность» целевого обменного курса,** то есть его соответствие основным экономическим показателям. Давление на валюту в связи с продолжительным оттоком по торговому балансу и счету текущих операций платежного баланса часто свидетельствует о том, что в стране не удалось построить диверсифицированную, конкурентную и интегрированную в глобальную систему экономику. Тут интервенции не помогут. Если на валютный курс влияет слабость основных экономических показателей, например большой дефицит бюджета, избыточный рост денежной массы или высокая инфляция, интервенции также будут бесполезны. Если не будут приняты решительные меры по борьбе с этими недостатками, они продолжат оказывать на курс валюты негативное влияние.
- **Действия центральных банков по смягчению последствий интервенции для ликвидности.** Когда центральный банк проводит интервенцию в интересах поддержки курса, он сни-



жает предложение местной валюты и увеличивает предложение иностранных валют. При неизменности остальных параметров это должно укрепить курс местной валюты. Сокращение ликвидности в местной валюте приводит к повышению местных процентных ставок, что также способствует укреплению курса. Однако центральный банк часто стремится не допускать на внутреннем рынке повышения ставок. Кроме того, правительство, скорее всего, будет недовольно тем, что повышается стоимость финансирования государственного долга. Поэтому центральный банк обычно влияет ликвидность обратно в банковскую систему, что помогает сохранить внутренние процентные ставки на относительно стабильном уровне, но подрывает его усилия по поддержке валюты. Если из-за слабеющей валюты в стране повышается инфляция, то такие операции по обеспечению ликвидности негативно влияют не только на обменный курс, но и на стабильность внутренних цен. В результате ДКП и интервенции становятся менее эффективными.

- **Открытость счета операций с капиталом.** Страны с открытой формирующейся рыночной экономикой отличаются друг от друга степенью открытости, особенно в том, что касается счета операций с капиталом. Открытый счет операций с капиталом обеспечивает двусторонние потоки при нормальных условиях, но крупные однонаправленные потоки, наблюдающиеся в периоды нестабильности, могут превзойти возможности центрального банка по стабилизации валюты. При этом принципиально важно избегать резких скачков обменного курса, поскольку в ответ на связанные с курсом ожидания резиденты и нерезиденты могут легко организовать кратковременные финансовые потоки.
- **Валютные риски частного сектора и то, насколько они хеджированы.** В странах с формирующимся рынком центральный банк должен внимательно отслеживать эти риски и даже регулировать их, чтобы они не создавали угрозы для национальной экономической и финансовой стабильности. В отсутствие этих мер предосторожности давление на обменный курс, создаваемое панической скупкой иностранной валюты, может свести на нет эффект интервенций по поддержке национальной валюты.

## Достаточность резервов

Объем резервов важен не только для проведения интервенций, но и для обеспечения уверенности в том, что страна платежеспособна на мировом уровне. Поддержание достаточно высокого уровня резервов — важный вопрос при выработке экономической политики.

Снизить нагрузку на резервы центрального банка можно, если **создать местный рынок иностранной валюты**, который обеспечил бы дополнительные возможности для частного посредничества при управлении валютными потоками и для появления новых инструментов хеджирования. Таким обра-

зом можно снизить частоту интервенций центрального банка. Типичная проблема, возникающая в периоды неопределенности, — это сокращение предложения иностранной валюты в результате повышения спроса или накопления запасов. В конечном счете резервы центрального банка опять же должны выступать в роли предохраняющего механизма для рынка.

Устойчивость резервов также **зависит от источников** их формирования. Резервы, источником которых служит профицит по счету текущих операций и приток прямых иностранных инвестиций, обычно более надежны, чем резервы, пополняемые за счет краткосрочных потоков портфельных инвестиций. Накапливать резервы следует в благоприятные времена. Центральные банки стран с формирующимся рынком часто испытывают политическое давление, вынуждающее их направлять существующие резервы на другие нужды. Это делает страну уязвимой и ограничивает возможность центрального банка проводить интервенции, когда они необходимы.

Существуют **экстренные источники пополнения резервов**. Финансирование МВФ — один из них, однако для многих стран, особенно азиатских, это крайняя мера. У стран также могут быть двусторонние соглашения о свопе, обеспечивающие экстренную ликвидность в долларах или местных валютах. Между странами АСЕАН+3 есть договоренность об объединении ресурсов на 240 млрд долларов под названием Многосторонняя инициатива Чанг Май, которая в периоды внешней напряженности поддерживает региональные экономики ликвидностью. Однако с ее появлением у стран-членов не уменьшилось желание иметь собственные резервы по ряду причин, включая стремление обеспечить независимость экономической политики.

Когда резервы истощаются или потоки капитала настолько велики, что интервенция вряд ли будет эффективной, для восстановления стабильности нужны более прямые меры. Директивные органы могут обоснованно задействовать **меры по ограничению финансовых потоков**. Успех ограничений на операции с капиталом зависит от многих из тех же факторов, что определяют успех интервенций. Кроме того, введя ограничения на операции с капиталом, директивные органы должны тщательно выбирать момент для их отмены: поторопиться в этом вопросе так же рискованно, как оставить их в силе слишком надолго.

При правильном подходе контроль за операциями с капиталом выступает в роли аварийного выключателя, который позволяет сберечь валютные резервы и дает директивным органам временную передышку, чтобы можно было провести реформы для устранения уязвимостей и поддержки экономики, не опасаясь внешней нестабильности. Доверие к местной экономике должно быть восстановлено проведением разумной политики, после чего ограничительные меры можно постепенно ослаблять и отменять. **ФР**

---

**СУКДЕВ СИНГХ** — бывший заместитель управляющего Банка Негара (Малайзия) с 2013 по 2017 год.



ОПЫТ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ

# Держаться своей цели

Режим таргетирования инфляции остается лучшим решением в трудные времена

Леонардо Вильяр

С момента своего первого применения в 1990 году таргетирование инфляции было в целом успешной стратегией денежно-кредитной политики. Большинство стран, которые его внедрили, понизили уровень инфляции и ее волатильность. Ряду стран с формирующейся рыночной экономикой таргетирование инфляции также позволило перейти от проциклической денежно-кредитной политики, которая, как правило, делает фазы подъема и спада в экономике более выраженными, к антициклическим мерам, способствующим стабилизации роста ВВП.

Моя собственная страна, Колумбия, служит хорошим примером. Мы ввели таргетирование инфляции в 1999 году после трех десятилетий стабильной, но неизменно высокой инфляции. До его введения центральному банку приходилось осваивать сложные механизмы индексации, которые способствовали сохранению инфляции, и он был вынужден использовать

обменный курс в качестве номинального «якоря» экономики на фоне относительно высокой инфляции и волатильности платежного баланса. В этих условиях у центрального банка не оставалось иного выбора, кроме как реагировать на внешние циклы и шоки проциклической денежно-кредитной политикой для стабилизации обменного курса.

## Кардинальная переменная

Как только в Колумбии ввели таргетирование инфляции, впервые стали возможны антициклические ответные меры денежно-кредитной политики. Официальные органы начали допускать колебания обменного курса, который таким образом выступал в качестве первой линии обороны от влияния внешних циклов и шоков. Это проявилось в ответных мерах денежно-кредитной политики на мировой финансовый кризис 2007–2009 годов и шок COVID-19 в 2020 году. В обоих случаях официальные органы допустили ослабление национальной валюты, поскольку ориентировались на надежность целевого показателя инфляции, а не обменный курс, как основной номинальный «якорь» экономики.

Стратегия таргетирования инфляции также оказалась успешной в преодолении сильного инфляционного шока, с которым мы столкнулись в 2014–2016 годах, когда Колумбия пережила одновременное ухудшение условий торговли после обвала цен на нефть, сильной засухи и других шоков предложения. В итоге в 2015 году снижение курса достигло 68 процентов в номинальном годовом выражении, а инфляция повысилась с примерно 3 процентов в середине 2014 года до 9 процентов в июле 2016 года, а спустя годы вернулась к целевому показателю в 3 процента без серьезных жертв в объеме производства. Доверие к денежно-кредитной политике и относительная стабильность долгосрочных инфляционных ожиданий сыграли важную роль в успешном проведении этой корректировки.

## Трудности после пандемии COVID

Страны с формирующимся рынком, применяющие таргетирование инфляции, сталкиваются с чрезвычайно сложными проблемами в нынешних условиях после пандемии COVID-19. Режим таргетирования инфляции в значительной степени зависит от доверия к официальным органам в вопросах, касающихся поддержания инфляции вблизи целевого показателя, а этого не происходило с 2021 года.

Колумбия снова служит хорошим примером. Инфляция возросла с менее чем 2 процентов в 2020 году до 13,1 процента в 2022 году — самого высокого уровня, с тех пор как мы ввели таргетирование инфляции. Этот рост был обусловлен в основном ценами на продовольствие, которые повысились в годовом исчислении почти на 28 процентов в 2022 году вследствие внутренних и международных шоков предложения.

Прочное восстановление совокупного спроса также подтолкнуло инфляцию вверх. ВВП Колумбии вырос более чем на 10 процентов в 2021 году и на 8 процентов в 2022 году, а ее растущий дефицит счета текущих операций близок к историческому рекорду, несмотря на выгодные условия торговли в 2022 году. Избыточный спрос также вызвал тенденцию к повышению базовой инфляции, которая, без учета цен на продовольствие и регулируемых правительством цен, выросла с 2,5 процента в 2021 году до 9,5 процента в 2022 году.

Резкое ослабление национальной валюты также сыграло свою роль в инфляционных тенденциях. К концу 2022 года колумбийское песо обесценилось на 38 процентов по сравнению с началом 2021 года. Это снижение курса является более значительным, чем в большинстве других стран Латинской Америки, и идет рука об руку с ухудшением восприятия инвесторами странового риска в течение последних двух лет, когда дефицит бюджета был намного больше, чем у сопоставимых с нами стран региона.

Различные механизмы индексации также влияют на инфляцию. Ключевым фактором является ежегодное увеличение минимальной заработной платы, которое происходит в начале каждого года на основе инфляции, наблюдавшейся в прошлый период. В этом отношении 2022 и 2023 годы были своеобразными, поскольку минимальная заработная плата была повышена на 10 процентов и 16 процентов соответственно, что значительно выше общей инфляции. Эти повышения минимальной заработной платы способствовали сохранению инфляции на высоком уровне за счет их влияния на издержки производства и типичной спирали заработной платы и цен, когда цены растут в результате повышения заработной платы, которая впоследствии увеличивается, чтобы компенсировать рост цен.

## Информирование и прозрачность

В этих сложных условиях денежно-кредитная политика пережила беспрецедентное ужесточение. На данный момент колумбийский Банк Республики повысил процентную ставку с 1,75 процента в сентябре 2021 года до 12,75 процента в январе этого года.

Через инфляционные шоки с 2021 года и последующая принудительная переоценка ответных мер денежно-кредитной политики также создали трудности для информационной политики центрального банка. Значительное и продолжительное инфляционное воздействие этих шоков требует длительного периода сближения с целевым показателем инфляции, который необходимо объяснить общественности. Слишком быстрая конвергенция может обойтись очень дорого с точки зрения объема производства и занятости, однако слишком длительная конвергенция грозит привести к ослаблению фиксации инфляционных ожиданий.

Центральный банк публично заявил, что процесс ужесточения политики не завершен и что он привержен снижению

инфляции до целевого показателя в 3 процента в течение двухлетнего периода с приемлемым отклонением в 1 процентный пункт. К счастью, инфляционные ожидания в целом согласуются с нашей желаемой траекторией конвергенции.

## «Якорь» доверия

Ожидается, что инфляция будет быстро снижаться по историческим меркам, но, вероятно, будет выше целевого уровня в течение самого длительного периода с момента введения режима таргетирования инфляции. Это затруднит поддержание доверия к цели как основному номинальному «якорю» экономики.

## Таргетирование инфляции помогло Колумбии противостоять экономическим шокам так, как раньше было невозможно.

Очевидно, что проблемы денежно-кредитной политики будут особенно сложными в течение 2023 и 2024 годов. Мы ожидаем резкого замедления экономической активности, которое сократит рост ВВП до скудных 0,2 процента в 2023 году в результате ужесточения глобальных финансовых условий, замедления экономического роста наших торговых партнеров и крайне необходимой ограничительной внутренней денежно-кредитной политики, которая гарантирует приближение инфляции к целевому показателю центрального банка.

Эти трудности не являются аргументом против стратегии таргетирования инфляции. Скорее, они подчеркивают значимость, которую мы придаем укреплению ее роли «якоря» экономики, а также необходимость проведения ограничительной денежно-кредитной политики на текущем этапе, которая демонстрирует приверженность центрального банка четкому и надежному целевому показателю инфляции.

Таргетирование инфляции в сочетании с плавающим обменным курсом пошло на пользу экономике Колумбии. Оно помогло стране противостоять экономическим шокам так, как раньше было невозможно. Мы считаем, что укрепление доверия к этой стратегии остается наилучшим способом пережить эти тяжелые времена. **ФР**

**ЛЕОНАРДО ВИЛЬЯР** — управляющий Банка Республики, центрального банка Колумбии.



## На переднем крае инфляции

*Филип Лейн из ЕЦБ говорит о важности возвращения инфляции в еврозоне к целевому уровню*

**ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК** (ЕЦБ) находится на переднем крае борьбы с инфляцией. Директивные органы повысили процентные ставки до 15-летних максимумов, чтобы вернуть инфляцию в еврозоне, которая в октябре достигла пика на уровне более 10 процентов, к целевому показателю в 2 процента. В этом году ожидается замедление инфляции, но денежно-кредитная политика по-прежнему будет находиться под пристальным вниманием, поскольку экономический рост на континенте замедляется, потребители все еще пытаются преодолеть кризис стоимости жизни, а правительства стремятся финансировать крупные долги в новую эпоху повышенных процентных ставок.

В интервью с представителем ФиР Николасом Оуэном главный экономист ЕЦБ Филип Лейн призывает правительства начать свертывание бюджетной поддержки потребителей по мере снижения остроты энергетического кризиса, вызванного вторжением России в Украину. Он говорит о важности возвращения инфляционных ожиданий к целевому уровню, о проблемах, связанных с сокращением баланса центрального банка, и об уроках, которые можно извлечь из принятых в прошлом году мер денежно-кредитной политики.

**ФиР:** После подъема до максимальных за 40 лет уровней инфляция в Европе демонстрирует признаки замедления. Насколько важно для экономических перспектив евро-

зоны, чтобы официальные органы смогли вернуть инфляционные ожидания к 2 процентам?

**ФЛ:** Наихудший сценарий для любого центрального банка заключается в том, что длительный период высокой инфляции приводит к утрате общественностью уверенности в поддержании ценовой стабильности (на практике целевой показатель инфляции в 2 процента) в среднесрочной перспективе. Если общественность будет считать, что инфляция останется высокой в течение неопределенного времени, это будет заложено в формирование цен и заработной платы и станет самоподдерживающимся процессом. Поэтому важно, чтобы денежно-кредитная политика была четко ориентирована на обеспечение своевременного возврата инфляции к нашему целевому показателю в 2 процента. Это было особенно важно в последний год, учитывая, что ранее денежно-кредитная политика в течение нескольких лет была направлена на решение проблемы устойчивого показателя инфляции ниже целевого уровня. Таким образом, мы последовательно переходим от чрезвычайно адаптивной направленности денежно-кредитной политики к направленности достаточно ограничительной, для того чтобы обеспечить возврат инфляции к целевому показателю и, тем самым, закрепление долгосрочных инфляционных ожиданий.

**ФиР:** Какие уроки могут извлечь директивные органы из инфляционного шока? Большинство экономистов ожидали, что ценовое давление будет лишь временным. Нужно ли нам проводить иную денежно-кредитную политику?

**ФЛ:** Этот случай, несомненно, будет изучаться в течение многих лет, поэтому мой ответ на этот вопрос весьма условный. В то же время, я думаю, следует признать, что двойная сила пандемии и вызванного войной резкого роста цен на энергоносители представляет собой чрезвычайно крупные и асимметричные потрясения, которые неизбежно должны были вызвать начальный период высокой инфляции. Это, безусловно, тре-

## По мере ослабления энергетического кризиса сейчас важно начать оперативно сворачивать эти меры в соответствии со снижением цен на энергоносители и согласованным образом.

бует постоянного изучения, чтобы определить, могли ли ЕЦБ и другие центральные банки более точно оценить масштабы и продолжительность этого инфляционного шока. Мы всегда должны стремиться учиться на таких случаях и должны быть открыты для критики изнутри и извне. За последний год центральные банки свернули программы количественного смягчения и в совокупности довольно значительно повысили процентные ставки за относительно короткий период. В ближайшие месяцы мы также узнаем много нового о проведении и эффективности денежно-кредитной политики.

**ФиР:** Считаете ли Вы, что политика ЕЦБ по сокращению своего баланса создаст проблемы для правительств стран еврозоны с большими потребностями в финансировании? Правительства некоторых стран с высоким уровнем задолженности привыкли без лишних усилий продавать облигации ЕЦБ.

**ФЛ:** Эти программы всегда были в первую очередь направлены на обеспечение того, чтобы долгосрочный компонент кривой доходности способствовал смягчению денежно-кредитной политики, необходимому экономике в целом для предотвращения длительного периода инфляции ниже целевого показателя; эти программы не были предназначены для прямого финансирования правительств. Хотя еще слишком рано извлекать окончательные уроки из нашего опыта отхода от количественного смягчения и перехода к количественному ужесточению, в последние месяцы мы наблюдаем, что нормализация процентных ставок вызвала высокий спрос на государственные облигации стран еврозоны со стороны многих институциональных инвесторов (и европейских, и международных).

Что касается налогово-бюджетной политики, то нам совершенно ясно, что в соответствии с основой управления экономикой ЕС налогово-бюджетная политика должна быть ориентирована на повышение производительности нашей экономики и постепенное снижение высокого государственного долга.

Конечно, налогово-бюджетная политика играет важную роль в защите наиболее уязвимых секторов экономики от шока цен на энергоносители. Это необходимо не только с моральной, но и с экономической точки зрения. Но мы также

подчеркиваем, что меры бюджетной поддержки, направленные на защиту экономики от воздействия высоких цен на энергоносители, должны быть временными, целенаправленными и рассчитанными на сохранение стимулов к сокращению потребления энергии. В частности, по мере ослабления энергетического кризиса сейчас важно начать оперативно сворачивать эти меры в соответствии со снижением цен на энергоносители и согласованным образом.

**ФиР:** Растущие процентные ставки оказывают давление на домашние хозяйства по всей Европе. Играть ли центральные банки какую-либо роль в ослаблении этого давления, или это следует оставить на усмотрение правительств и налогово-бюджетной политики?

**ФЛ:** Все домашние хозяйства выигрывают от стабильности цен в среднесрочной перспективе. Малообеспеченные больше всего страдают от устойчивой инфляции. Соответственно, в наших общих интересах, чтобы ЕЦБ по-прежнему уделял основное внимание своевременному возврату инфляции к нашему целевому показателю в 2 процента. Мы должны эффективно проводить нашу денежно-кредитную политику: достичь нашей цели, сведя при этом к минимуму издержки с точки зрения объема производства и занятости. Анализируя передачу воздействия денежно-кредитной политики, мы внимательно изучаем влияние изменений процентных ставок на домашние хозяйства: не только прямые эффекты, которые в любой момент времени варьируются между заемщиками и вкладчиками и в разных возрастных группах, но и косвенные эффекты через воздействие денежно-кредитной политики на объем производства и занятость. Они варьируются между теми, кто работает в секторах, наиболее чувствительных к изменениям процентных ставок (таких как строительство и потребительские товары длительного пользования), и теми, кто работает в менее циклических отраслях. Правительства всегда должны защищать наиболее уязвимые слои общества, но бюджетные меры, которые непосредственно компенсируют влияние изменений процентных ставок, могут создавать проблемы с точки зрения эффективности денежно-кредитной политики и могут быть менее эффективными, чем другие меры политики в отношении доходов. **ФР**

# ДЕЙСТВУЮЩИЕ СИЛЫ

Страны с развитой экономикой сталкиваются с несколькими значительными долгосрочными структурными изменениями, которые повлияют на подходы к проведению денежно-кредитной политики. Эти происходящие изменения неизбежно отражаются на естественном уровне процентных ставок, при котором инфляция и объем производства находятся на оптимальном уровне, и на том, как происходит передача воздействия денежно-кредитной политики.

## Переход к «зеленой» экономике

К 2030 году ежегодные инвестиции в чистую энергетику должны будут составить **4 трлн долларов США** для достижения чистого нулевого уровня выбросов к 2050 году<sup>1</sup>.

Переход к «зеленой» экономике потребует существенного **перераспределения ресурсов** от ископаемого топлива к возобновляемым источникам энергии, в основном ветровым и солнечным. Переход, скорее всего, потребует **значительного увеличения инвестиций**, возможно, поощряемых той или иной формой субсидий. Рост инвестиционного спроса, как правило, будет способствовать повышению естественного уровня процентных ставок, поэтому переход к «зеленой» экономике, вероятно, потребует от центральных банков поддержания **учетной ставки на более высоком уровне**.

## Удаленная работа

За последние 5 лет число работающих удаленно увеличилось на **44 процента**<sup>2</sup>.

Удаленная работа формирует инфляционную конъюнктуру по двум каналам: **предложения рабочей силы и ее производительности**. При удаленной работе, как правило, увеличивается количество рабочих часов, которые могут предложить домашние хозяйства: работники готовы пойти на сокращение заработной платы, когда им разрешают работать на определенной позиции дистанционно. Однако некоторые виды работы не могут выполняться в удаленном режиме столь же эффективно, что снижает производительность за человеко-час. Воздействие этих двух сил, как правило, увеличивает предельные издержки компаний (и, следовательно, создает инфляционное давление), если снижение производительности перевешивает увеличение предложения рабочей силы. Канал производительности также влияет на **спрос домашних хозяйств**: снижение производительности приводит к тому, что работники ожидают снижения заработной платы в будущем, что заставляет их сокращать спрос на товары и создает компенсационное понижательное влияние на цены. Их динамика будет формировать требования к денежно-кредитной политике.



Ряд медленно развивающихся экономических тенденций отразится на денежно-кредитной политике в долгосрочной перспективе.



## Деглобализация

Открытость торговли достигла максимального значения примерно **60 процентов** в 2008 году и с тех пор снижается<sup>3</sup>.

Вследствие деглобализации страны, как правило, становятся беднее, поскольку она создает барьеры в торговле и стимулирует перераспределение ресурсов в менее эффективные отрасли. Падение объема производства может привести к **сокращению государственных доходов** и стать причиной инфляции, **вызванной мерами налогово-бюджетной политики**, если правительство действительно сократит расходы и/или увеличит налоги. **Спрос и предложение** дополняют факторы инфляции, сила которых будет зависеть от того, является ли страна в первую очередь импортером или экспортером. Странам-импортерам будет сложнее закупать товары из-за рубежа, что создаст инфляционное давление внутри страны. Экспортеры, напротив, будут ожидать снижения будущих доходов от продаж за рубежом, что приведет к падению спроса со стороны домашних хозяйств.



Юющихся  
енций  
кно-  
нке  
ективе



## Цифровая валюта центрального банка

В настоящее время более **100 стран** исследует возможности ЦВЦБ<sup>5</sup>.

Появление цифровой валюты центрального банка (ЦВЦБ) в рамках продолжающейся революции, связанной с цифровыми валютами, позволит центральным банкам напрямую устанавливать процентную ставку, выплачиваемую по ЦВЦБ, что позволит им обеспечивать **воздействие денежно-кредитной политики на домашние хозяйства напрямую**, а не косвенно через банки, как это происходит сейчас. Банки не в полной мере переносят влияние изменения ставок (особенно их повышения) на домашние хозяйства. Поэтому повышение учетной ставки, устанавливаемой центральными банками, не приводит к равнозначному увеличению ставок по депозитам.

Введение ЦВЦБ также будет играть решающую роль в формировании роли центрального банка в экономике. Если центральные банки будут эмитировать цифровую валюту непосредственно для домашних хозяйств, им, скорее всего, придется **постоянно расширять свои балансы**. Центральный банк может принять решение инвестировать свой увеличенный портфель в государственные облигации, оказывая сильную поддержку налогово-бюджетной политике, или кредитовать частный сектор, стимулируя инвестиции в конкретные отрасли. Центральным банкам придется тщательно следить за своей репутацией в плане независимости, потому что любые инвестиционные решения могут иметь политические последствия.

<sup>1</sup> International Energy Agency <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

<sup>2</sup> NorthOne <https://codesubmit.io/blog/remote-work-statistics/>

<sup>3</sup> IMF Staff Discussion Note 2023/001 <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266?cid=bl-com-SDNEA2023001>

<sup>4</sup> World Health Organization <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/ageing-and-health>

<sup>5</sup> The Atlantic Council <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>

Подготовлено сотрудниками ФиР на основе исследований Маркуса К. Бруннермайера из Принстонского университета.

## Демографические факторы

К 2050 году в мире **в два раза увеличится** число людей **старше 60 лет**<sup>4</sup>.

Демографические изменения, скорее всего, создадут **спрос, предложение и политическое давление**. Стареющее население понизит спрос, поскольку люди копят на пенсию, что временно снизит естественный уровень процентных ставок. Со стороны предложения снижение доли экономически активного населения приведет к сокращению потенциального объема производства и в итоге к замедлению роста доходов, которое стимулирует людей откладывать деньги на будущее. После завершения перехода к повышению возраста населения давление со стороны сбережений может ослабнуть: пенсионеры, как правило, имеют высокий уровень потребления из сбережений, а доля экономически активного населения стабилизируется. Таким образом, в долгосрочной перспективе неясно, приведут ли демографические изменения к постоянному снижению реальных процентных ставок или дефляции, или каким будет влияние на денежно-кредитную политику.





# ЗОЛОТО, СЕРЕБРО И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Почти забытый случай из XIX века показывает, что международное сотрудничество имеет важное значение для стабильности глобальной валютной системы

Йоханнес Виганд

Год 1873 знаменует собой поворотный момент в монетарной истории. В июле новый Рейхстаг Германской империи принес на смену множества серебряных валют золотую марку. В сентябре Парижский монетный двор ограничил выпуск серебряных монет, положив конец биметаллическому денежному стандарту, который десятилетиями поддерживала Франция. Ранее в том же году Конгресс США законодательно отменил временные бумажные деньги времен Гражданской войны, чтобы заменить их золотым долларом, как только правительство возобновило платежи металлическими деньгами (что произошло в 1879 году).

При том что Соединенное Королевство уже использовало золото, к концу 1870-х годов все ведущие промышленно развитые страны мира использовали золотые валюты. Серебро, которое до 1873 года было равнозначно золоту, стало вторичным валютным металлом, используемым в основном странами периферии.

Последствия для валютной системы были значительными. Между 1873 годом и концом десятилетия серебро обесценилось примерно на 20 процентов по отношению к золоту, хотя до этого торговалось по стабильным биржевым ценам в течение 70 лет. Страны, перешедшие на золотой стандарт, пере-



жили тяжелую дефляцию, которая продолжалась до начала 1890-х годов. Реальные последствия оценить труднее ввиду отсутствия комплексных национальных счетов за 1870-е годы, но такие показатели, как промышленное производство, указывают на тяжелую и длительную рецессию в нескольких странах — в Германии, например, годы после 1873 года известны как *Gründerkrise* (период кризиса).

## Глобальный биметаллизм

Валютные системы XIX века функционировали совсем не так, как сегодняшняя валютная система. Деньги были привязаны к драгоценным металлам (слиткам). Монеты чеканились из слитков, а бумажные деньги можно было обменять на слитки по гарантированной биржевой стоимости.

В начале XIX века большинство стран привязало свои валюты к серебру, за исключением Великобритании и, начиная с середины 1830-х годов, США, которые использовали золото. Франция привязала свою валюту *как* к золоту, *так* и к серебру: по наполеоновскому закону 1803 года, французский монетный двор платил 200 франков за килограмм серебра и 3 100 франков за килограмм золота. Гарантия двойной цены во Франции установила глобальный биметаллический денежный стандарт: она обеспечила не только стабильную обменную стоимость 15½ между серебром и золотом, но и квазификсированные обменные курсы по золотым и серебряным валютам между всеми странами.

Глобальный биметаллический денежный стандарт функционировал до тех пор, пока во Франции находились в обращении как золотые, так и серебряные монеты. Тогда Франция выполняла роль глобального валютного стабилизатора: по механизму, который называется законом Грешема, изменения в количестве золота и серебра в мире транслировались главным образом в изменения в валютной структуре Франции, в то время как обменные курсы между золотыми и серебряными валютами оставались стабильными. Более того, биметаллический денежный стандарт обеспечивал более эффективную стабилизацию цен, чем режим, в основе которого был только один валютный металл, поскольку шоки предложения золота и серебра частично компенсировали друг друга.

Глобальный биметаллический денежный стандарт безуспешно функционировал примерно до 1850 года. Затем открытия крупных месторождений золота в Калифорнии и Австралии привели к увеличению мирового производства золота в 5 раз. По закону Грешема, доля золота во французских монетах выросла с менее чем 30 процентов примерно в 1850 году до более чем 85 (!) процентов в середине 1860-х годов.

Постепенно валютные эксперты поняли, что это опасное изменение для биметаллического денежного стандарта. Если бы золото полностью вытеснило серебро из французского монетного оборота, Франция де-факто стала бы страной с золотым стандартом. Связь между золотыми и серебряными валю-

## Закон Грешема

«Закон Грешема» гласит, что в системах с фиксированным обменным курсом «плохие деньги вытесняют хорошие». В случае биметаллического денежного стандарта это сработало следующим образом: монетный двор фиксировал относительную цену двух валютных металлов. Если предложение одного металла увеличивалось, например вследствие открытия новых месторождений или валютных реформ, которые приводили к демонетизации этого металла, его рыночная цена, как правило, падала, создавая стимул принести слитки (сырой металл) на монетный двор и конвертировать его в монеты, чтобы воспользоваться гарантией цены. И наоборот, другой, теперь более дефицитный (и, следовательно, относительно более ценный) металл изымался из обращения. Поэтому изменения в предложении слитков смещали состав монет в сторону более дешевого, «инфляционного» валютного металла, если ценовая гарантия монетного двора была эффективной. Этот денежный принцип назван в честь сэра Томаса Грешема, финансового агента королевы Елизаветы I.

тами была бы разорвана, и мир раскололся бы на золотой и серебряный блоки, что потенциально привело бы к резким изменениям обменных курсов и цен.

Опасения были особенно велики в Германии. Большинство немецких земель использовали серебряные валюты. В отсутствие биметаллической привязки Германия получила бы валютный режим, отличный от ведущих стран мира, — Великобритании, США и Франции — и торговала бы с ними по плавающим обменным курсам. Экономисты и предприниматели опасались, что это понизит роль Германии до уровня периферийной экономики. К тому же во Франции не всех устраивал биметаллический денежный стандарт, особенно ввиду колебаний в составе монет, которые пришлось пережить Франции.

## Биметаллизм в 1860-х годах

Как биметаллический денежный стандарт пережил 1860-е годы с учетом этих трудностей? В 1867 году император Наполеон III провел в Париже международную валютную конференцию в целях поиска альтернатив. Была выпущена рекомендация, носящая необязательный характер, в отношении глобальной валютной системы, основанной на золоте. Казалось, что сама Франция вводила мир от биметаллического денежного стандарта.

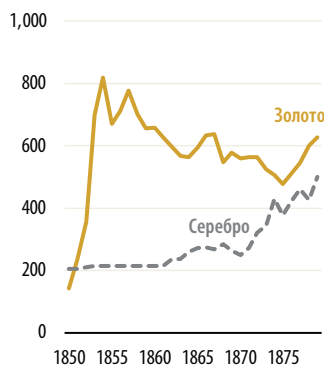
Вынесение рекомендации — это одно, однако ее реализация — совсем другое дело, не в последнюю очередь для самой Франции. Переход к золоту требовал избавления от серебряных монет Франции. Однако серебро обесценилось бы, как только распалась бы биметаллическая привязка, а серебро подверглось демонетизации — отказавшись от биметаллического денежного стандарта, Франция понесла бы убытки (Flandreau, 1996).

В Германии все слышнее становились голоса, требующие замены серебра золотом или биметаллической валютой. Однако

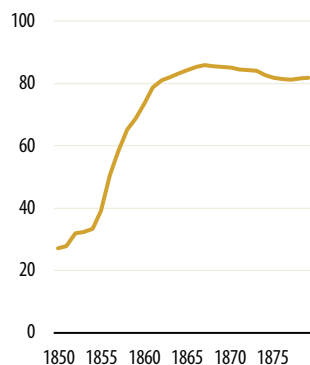
## Серебро и золото

По закону Грешема, изменения в предложении золота и серебра оказали влияние на валютную структуру Франции, в то время как обменные курсы между золотыми и серебряными валютами оставались стабильными.

Годовая добыча золота и серебра в мире  
(в млн французских франков)



Доля золотых монет в обращении во Франции  
(в процентах)



Источник: Wiegand (2019).

немецкие земли могли сбросить серебряные монеты только в том случае, если кто-то обменивал их на золото, а в условиях биметаллического денежного стандарта этим «кем-то» могла быть только Франция. Согласно закону Грешема, немецкая реформа вызвала бы значительное увеличение серебра в обращении во Франции. Смирилась бы с этим Франция? Или она предпочла бы разорвать биметаллическую привязку, чтобы избежать избыточного притока серебра, что обернулось бы тем самым результатом, которого опасались немецкие эксперты, — валютной изоляцией? Немецким политикам оставалось только гадать, и валютная реформа не вышла за пределы предварительных мер (Wiegand, 2022).

Иными словами, в 1860-х годах было непросто отказаться от биметаллического денежного стандарта. Франция одновременно контролировала биметаллический денежный стандарт и была его заложницей: она могла препятствовать изменению параметров системы другими странами, но сама не могла покончить с биметаллизмом, не понеся значительных издержек. Поэтому биметаллический денежный стандарт преобладал. Рынки выказывали значительное доверие к этому соглашению и рассматривали золотые и серебряные активы как почти совершенные заменители (Flandreau and Oosterlinck, 2012).

## Реформа в Германии

Обстановка коренным образом изменилась в 1870 году. Возглавляемая Пруссией немецкая коалиция одержала победу во франко-прусской войне, что привело к падению Наполеона III, появлению Третьей республики и образованию Германской империи. Прусские войска заняли Париж и покинули его

только после выплаты Францией значительной контрибуции (более 20 процентов французского ВВП), которая, среди прочего, выплачивалась серебром. Теперь Франция не могла отказаться от биметаллического денежного стандарта, так как демонетизация серебра подорвала бы ее платежеспособность и возможность восстановления суверенитета.

Это означало, что директивные органы в Берлине имели полную свободу действий для проведения денежной реформы, но только до тех пор, пока Франция не выплатила контрибуцию. Поэтому Германия действовала быстро, даже поспешно. В июле 1871 года Берлинский монетный двор приостановил выпуск серебряных монет. Несколько недель спустя федеральное правительство начало покупать золото в Лондоне, а в начале декабря Рейхстаг принял закон, разрешающий чеканку золотых монет. Федеральные и региональные органы государственного управления ввели новые золотые монеты в обращение, просто потратив контрибуцию (изначально не изымая серебряные монеты). Таким образом, объем монет в обращении увеличился, что вызвало значительное (и кратковременное) бюджетное и денежно-кредитное стимулирование. В июле 1873 года Рейхстаг официально принял золотой стандарт.

Можно задаться вопросом, почему Германия приняла золотую, а не биметаллическую валюту, — до 1870 года биметаллический денежный стандарт пользовался значительной поддержкой среди немецких экономистов. Однако количество монет в обращении в Германии было слишком мало, чтобы в одиночку поддерживать глобальный биметаллический денежный стандарт: ей было необходимо, чтобы Франция поддерживала биметаллическую привязку как до, так и после выплаты контрибуции, в противном случае Германии пришлось бы вернуться к серебряной монете. Валютное сотрудничество потерпело неудачу уже в 1860-х годах; однако после вооруженного конфликта оно представлялось еще менее вероятным.

Таким образом, Германия перешла к золотому стандарту: это был единственный выбор, который позволял избежать валютной изоляции независимо от решений Франции (Wiegand, 2019). И Германия была не одинока: скандинавские страны и Нидерланды также использовали эту возможность для перехода от серебра к золоту.

## Разрушение биметаллизма

Пятого сентября 1873 года Франция сделала последний взнос по выплате контрибуции — два выпуска облигаций неизвестного до сих пор объема (*Rente Thiers*) позволили осуществить выплату значительно раньше, чем предполагалось изначально. На следующий день Парижский монетный двор ограничил выпуск серебряных монет, и таким образом разорвал биметаллическую привязку.

Этот было неожиданным шагом. Франция могла бы сохранить биметаллический денежный стандарт даже после немецких, голландских и скандинавских валютных реформ, если

бы она допустила увеличение доли серебряных монет. Зачем тогда подвергать себя и мир денежно-кредитной нестабильности? Эта мера кажется настолько саморазрушительной, что Flandreau (1996) заподозрил в качестве мотива реваншизм. Прекращение действия биметаллического денежного стандарта нанесло ущерб Франции, но более значительный ущерб был нанесен Германии, поскольку она располагала еще большим объемом серебра, которое теперь можно было продать только в убыток.

Интересная интерпретация была предложена Velde (2002). Франция могла бы поддержать биметаллический денежный стандарт в начале 1870-х годов, но она не обладала неограниченной поглощающей способностью. С начала 1870-х годов, ввиду открытия месторождений на западе Америки производство серебра в мире увеличилось (см. диаграмму), и по закону Грешема это серебро в конечном итоге превращалось во французские монеты, вытесняя золото. А что, если бы еще больше стран отказалось от серебряных валют и попыталось сбросить устаревшее серебро во Францию?

Ситуация изменилась: теперь именно Франция должна была опасаться валютной изоляции по серебру в случае прекращения действия биметаллического денежного стандарта. При такой перспективе принять заблаговременные меры, пока запасы серебра у Франции были еще небольшими, а у Германии значительными, представлялось более надежным, чем ждать и в итоге остаться с большим объемом серебра, в котором не было потребности у остальных стран с развитой экономикой.

В соответствии с трактовкой Вельде, Франция не стала резко прекращать действие биметаллического денежного стандарта. Вместо этого Казначейство подчеркнуло, что ограничения на серебряные монеты являются временными и могут быть отменены, как только чрезмерный приток серебра прекратится — слабо скрытое предложение Германии пересмотреть свою реформу. Только когда эти усилия не увенчались успехом, конец биметаллического денежного стандарта стал необратимым. В начале 1875 года рынки пришли к выводу, что биметаллическая привязка подошла к концу, и в 1876 году Франция полностью приостановила чеканку серебряных монет. Появился классический золотой стандарт.

## Последствия

Уже почти забыто, что ранние годы золотого стандарта были тяжелыми. Постоянная дефляция в новом золотом блоке привела к росту реальных процентных ставок, которые повлияли на прибыль и инвестиции. Конфликты распределения между дебиторами и кредиторами вспыхивали и отравляли политическую атмосферу. Вскоре общественность осознала, что денежные решения начала 1870-х годов имеют к этому какое-то отношение. Сформировались группы, лоббировавшие биметаллический денежный стандарт, которые потребовали возрождения старого валютного режима. Этот вопрос обсуж-

дался на международных конференциях в 1878, 1881 и 1892 годах, но, как и в 1860-х годах, это не принесло результатов.

Еще одна точка перегиба наступила в июле 1886 года, когда старатель в южноафриканском регионе Витватерсранд обнаружил породу, содержащую следы золота. Она оказалась частью огромного золотого месторождения. Последовавший за этим золотой бум затмил даже более ранние обнаружения месторождений золота в Австралии и Калифорнии. Золото вливалось в денежную массу, позволяя странам, испытывающим дефицит ликвидности, быстро проводить рефляцию. Когда период дефляции подошел к концу, проблемы долга стали менее весомыми.

Началась прекрасная эпоха, период быстрого экономического, технологического и культурного развития, который продолжался до Первой мировой войны. Процветание повысило репутацию золотого стандарта: привязка валюты к золоту стала синонимом разумного денежно-кредитного регулирования. Поэтому после Первой мировой войны директивные органы стремились восстановить золотой стандарт, связывая «золотые оковы», которые позже усугубили Великую депрессию.

## Уроки

Биметаллический денежный стандарт благополучно действовал до тех пор, пока финансовая обстановка была стабильной, и только одной стране, Франции, нужно было его поддерживать. Когда ситуация ужесточилась, сохранение биметаллического денежного стандарта оказалось бы полезным, но для этого потребовалось бы международное сотрудничество, а сотрудничество с треском провалилось.

Несмотря на то что сегодняшняя валютная система работает совсем не так, как в XIX веке, денежно-кредитная стабильность остается глобальным общественным благом, для которого необходимо международное сотрудничество. Эта основная особенность характерна для денежно-кредитной стабильности также, как и для всех глобальных общественных благ, от обеспечения мира и стабильности до защиты климата на планете. **ФР**

---

**ЙОХАННЕС ВИГАНД** — советник в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.

## Литература:

Flandreau, Marc. 1996. "The French Crime of 1873: An Essay on the Emergence of the International Gold Standard, 1870–1880." *Journal of Economic History* 56 (4): 862–97.

Flandreau, Marc, and Kim Oosterlinck. 2012. "Was the Emergence of the International Gold Standard Expected? Evidence from Indian Government Securities." *Journal of Monetary Economics* 59 (7): 649–69.

Velde, François R. 2002. "Following the Yellow Brick Road: How the United States Adopted the Gold Standard." *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 26 (2): 42–58.

Wiegand, Johannes. 2019. "Destabilizing the Global Monetary System: Germany's Adoption of the Gold Standard in the Early 1870s." IMF Working Paper 19/32, International Monetary Fund, Washington, DC.

Wiegand, Johannes. 2022. "Pictures of a Revolution: Analyzing the Transition from Global Bimetallism to the Gold Standard in the 1860s and 1870s." IMF Working Paper 22/119, International Monetary Fund, Washington, DC.



# ДАнные, УПРАВЛЯЕМЫЕ ГРАЖДанами, для граждан

Подход Индии к управлению данными, не предполагающий ни чрезмерного государственного вмешательства, ни исключительного невмешательства, способствует инновациям

Сидхарт Тивари, Фрэнк Пэкер и Рахул Маттан

**И**нновации в экосистеме государственной цифровой инфраструктуры Индии не только способствовали расширению базовых социальных функций, но и открыли путь к демократизации данных и восстановлению контроля населения за их собственными данными.

На протяжении многих столетий государственные и частные услуги предоставлялись на основе трудоемких бумажных процессов. Они предполагали оказание услуг при соблюдении действующих законов и регулирующих мер. Цифровая инфраструктура заменяет людей и бумагу на коды, способствуя повышению эффективности. Цифровую инфраструктуру, которая работает круглосуточно и с низкими издержками, можно масштабировать, чтобы охватить большое число людей, что позволит всего за несколько лет добиться результатов, которые в противном случае потребовали бы несколько десятилетий. Аналогичным образом, цифровая государственная инфраструктура позволяет оказывать услуги всем сегментам населения, в том числе отчужденным социальным группам.

Наступление цифровой эры также привело к взрывному росту объема данных, их доступности и способов их обработки. В глобальном масштабе узкая группа поставщиков услуг, таких как «Facebook», «Google» и «Apple», контролирует гигантские объемы весьма ценной информации о потребителях, которые они агре-

гируют и используют в своих интересах. Такой асимметричный доступ к данным осложняет населению эффективное использование персональных данных ради собственного блага.

Это особенно актуально, поскольку государственная цифровая инфраструктура может существенно повысить доступ к финансам на основе данных. Как показывает мировой опыт, в отсутствие материального предмета залога значительное большинство взрослого населения не имеет возможности привлекать заемные средства в финансовой системе. Информация, собираемая на основе повседневного использования гражданами услуг онлайн, создает «информационный капитал», который сокращает транзакционные издержки, информационную асимметрию между заемщиками и кредиторами, и зависимость от материального предмета залога. Когда у частных лиц появляется доступ к собственным данным и контроль за ними, они могут накапливать информационный капитал.

Многие органы регулирования пытались решить проблему накопления данных частными компаниями путем внедрения мер политики для пресечения неправомерного использования данных, однако, как оказалось, такие меры также препятствуют использованию данных — особенно в интересах более широких слоев населения.

Вместе с тем в рамках основы цифровой финансовой архитектуры Индии механизмы защиты персональных данных являются частью технической модели государственной цифровой инфраструктуры, а не установленной извне нормой в соответствии с законом и регуляторной политикой. Преимущества, связанные с данными, широко доступны и при этом не нарушают права граждан. Такой подход к управлению данными не предполагает ни чрезмерного государственного вмешательства, ни полного невмешательства. Подобное сочетание частного и государственного аспектов способствует более качественному регулированию и инновациям.

## Сначала цифровизация

Государственная цифровая инфраструктура Индии начала быстро развиваться с 2009 года по трем основным причинам. Во-первых, в соответствии со стратегическим видением, предполагалось разработать цифровую государственную инфраструктуру в виде блоков, каждый из которых удовлетворял бы конкретную потребность. Во-вторых, благодаря технологическим инновациям в каждом из этих блоков удалось создать мощный интегрированный набор приложений, которые нередко называют «India Stack». Они могут быть масштабированы для удовлетворения потребностей разных слоев населения — свыше миллиарда человек, проживающих в 29 штатах и говорящих на 22 языках. В-третьих, государственная цифровая инфраструктура внедрена во многих секторах.

В отличие от других стран, где цифровая инфраструктура разрабатывалась преимущественно частными компаниями, в Индии была создана уникальная модель цифровой государственной инфраструктуры, разработанная и контролируемая государственным сектором, но реализованная на практике частным сектором.

Благодаря такому подходу государственный сектор смог снять с себя ответственность за оказание «сквозных» услуг, напри-

мер, в таких сферах, как платежи, образование и здравоохранение. Стремительное развитие цифровизации в Индии привело к более глубокому проникновению и гармонизации платформ для оказания ряда государственных услуг. В настоящее время в рамках государственно-частных партнерств государственный сектор сосредоточивает усилия на разработке нормативно-правовой базы, тогда как частный сектор занимается поддержкой пользовательского интерфейса и оказанием услуг. Такой подход также позволил устранить пробелы в охвате населения услугами.

Государственная цифровая инфраструктура Индии, являющаяся частью нормативно-правовой базы, обеспечила гражданам страны доступ к формальной экономике с помощью верифицируемого цифрового удостоверения личности; предоставила доступ к общенациональной системе электронной торговли с помощью системы быстрых платежей; и обеспечила повышение благосостояния в области финансов, здравоохранения и торговли благодаря расширению возможностей использования данных и их обмену.

**Верифицируемое удостоверение личности.** Верифицируемое удостоверение личности или документ, подтверждающий, что «я тот, кем являюсь», — ключевой элемент любой страны и ее уровня финансовой интеграции. В 2008 году лишь 1 из 8 граждан Индии имел верифицируемое удостоверение личности. В 2009 году в Индии развернулась программа внедрения верифицируемых удостоверений личности, широко известная как «Aadhaar», в рамках цифровой государственной инфраструктуры, которая в конечном счете охватила более миллиарда человек, в том числе тех, кто не умел ни читать, ни писать.

Такие цифровые удостоверения личности способствовали бурному развитию финансовой интеграции. Менее чем за 10 лет доля взрослого населения, имеющего банковский счет, выросла с 25 процентов до более чем 80 процентов. Принимая во внимание, что финансовой интеграции сопутствует экономическое развитие и ВВП на душу населения, согласно примерным оценкам, если бы Индия полагалась исключительно на традиционные процессы роста, ей потребовалось бы около 50 лет, чтобы достичь такого же роста интеграции.

**Система быстрых платежей.** Для потребителей система быстрых платежей — это еще один элемент цифровой государственной инфраструктуры, который является надежным и более удобным каналом для проведения денежных переводов и уплаты счетов. Для юридических лиц это эффективный способ управления продажами и товарно-материальными запасами и сокращения накладных расходов. Государство получает защищенный от утечек канал для осуществления социальных и других платежей гражданам, в том числе целевым группам в труднодоступных районах.

Системы эффективных платежей снижают потребность в наличных расчетах в экономике и, в свою очередь, поддерживают более высокие темпы экономического роста. Система быстрых платежей Индии, известная как «Unified Payments Interface (UPI) (единый платежный интерфейс), которым управляет некоммерческая Национальная платежная корпорация Индии, служит примером того, как орган регулирования (например, центральный банк) и субъекты регулирования (например, коммерческие банки) могут совместно управлять платежной

системой, являющейся добровольной цифровой государственной инфраструктурой, которая круглосуточно функционирует. UPI обладает операционной совместимостью в том смысле, что она позволяет онлайн платежным услугам, таким как «PhonePe», «Paytm» и «Google Pay», подсоединяться к ее услугам, а расходы на управление платежным блоком берут на себя участвующие в ней коммерческие банки.

Эта система предоставляет все сетевые преимущества крупных технологических систем, такие как мгновенные переводы и почти нулевые комиссии, и лишена недостатков, связанных с монопольным положением. В конце 2022 года система UPI обрабатывала почти 8 млрд операций в месяц, что примерно на 70 процентов больше, чем годом ранее. Так, блок цифровой коммерции, поддерживаемый благодаря цифровым платежным системам, позволил смягчить наиболее деструктивные последствия, связанные с локдаунами в стране во время пандемии COVID-19.

**Широкая применимость.** Во время пандемии сила цифровой государственной инфраструктуры проявилась за пределами финансового сектора. Примерами успешных системных решений являются разработка и распространение вакцин, которые помогли спасти жизни людей, блок электронной торговли, который обеспечил защиту рабочих мест и средств к существованию, а также оказание цифровых образовательных услуг, позволивших сократить до минимума потери в образовании.

В сфере здравоохранения, например, цифровой блок позволяет обмениваться данными во всей экосистеме оказания медицинской помощи, с тем чтобы больницы, диагностические лаборатории и исследовательские учреждения могли обмениваться данными в режиме реального времени при условии согласия пациентов и ради их блага. Легко доступные всеобъемлющие данные пациентов, включая симптомы, историю болезни и другие данные, позволяют докторам проводить более точную диагностику и лечение.

В области профессионального обучения цифровой государственный блок предлагает надежные механизмы для обмена сведениями о подтверждении квалификации, что может служить надежным источником информации где бы то ни было. В мире, где население становится все более мобильным, возможность подтвердить профессиональную квалификацию может в конечном счете существенно расширить возможности.

В сфере образования цифровой блок дополняет действующие практики и предлагает инструменты, с помощью которых педагоги, учащиеся и образовательные учреждения достигают образовательных результатов в национальном масштабе. Они облегчают освоение новых форм обучения и оценки, которые можно распространять таким образом, чтобы добиваться индивидуальных образовательных результатов.

## Архитектура для расширения возможностей данных

Цифровая инфраструктура содержит огромный массив данных. Несмотря на то что законы ограничивают объем собираемых и используемых данных и сроки их хранения, потребители зачастую не имеют доступа к своим данным, поскольку

они хранятся в защищенных правом собственности хранилищах информации и в несовместимых форматах. Принимая во внимание объем таких данных, а также необходимость обеспечивать их надежное хранение за счет низких транзакционных издержек, система, которая позволит восстановить контроль потребителей и предприятий, должна быть цифровой.

Действующая в Индии Архитектура расширения возможностей и защиты данных (DEPA) предлагает совместное технологическое и правовое решение, которое позволяет частным лицам применять на практике свои права на получение данных с помощью системы обмена данными на основе получения согласия. Она обеспечивает высокую степень надежности при низких транзакционных издержках (примерно 0,07 доллара США за выгрузку данных), которые оплачивают потребители, желающие получить услугу. Эта архитектура сочетает в себе цифровую государственную инфраструктуру и инновации, разработанные по инициативе частного сектора и рынка. Обмен данными происходит только при условии получения детального согласия, в котором указано, какие данные запрашиваются, как долго они будут удерживаться и кто будет их обрабатывать. Протоколы также дают возможность частным и юридическим лицам или субъектам данных отзывать свое согласие, проводить проверки операций по обмену данными и предъявлять требования к обеспечению безопасности данных при обмене данными.

Вот как на практике работает система обмена данными на основе получения согласия в финансовом секторе. На рисунке показано, как в рамках цифровой государственной инфраструктуры оказываются кредитные, страховые услуги, а также услуги по управлению активами состоятельных клиентов с помощью авторизованной системы обмена данными внутри системы, соответствующей установленным принципам защиты персональных данных.

В рамках такой серии операций системы управления пользовательским согласием знают о личности как получателя, так и пользователя данных, но не знают о содержании данных, которые они передают. С другой стороны, пользователи (поставщики) данных знают о содержании данных, но не знают о личности поставщика (пользователя) данных. Через системы управления пользовательским согласием поток данных отделяется от потока информации о лицах, предоставивших согласие на обработку персональных данных, что позволяет обеспечить эффективную передачу данных, гарантируя при этом защиту персональных сведений. Например, банк может в ответ на запрос клиента предоставить данные о платежной истории клиента, необходимые для подачи кредитной заявки, однако он не будет знать о цели такого запроса и о личности получателя данных.

С момента запуска этой системы в Индии в прошлом году примерно 1,1 млрд владельцев индивидуальных счетов получили возможность использовать собственные данные для своих нужд. Как показывает опыт отдельных людей, система позволила существенно сократить сроки получения кредита — вместо месяцев это занимает дни. Например, малое предприятие, столкнувшееся с серьезными трудностями с ликвидностью, после того как его планы по расширению бизнеса оказались нецелесообразными в связи с началом пандемии COVID-19, смогло при-

включать финансирование и избежать банкротства благодаря такой легко доступной системе обмена финансовыми данными.

Вместе с тем путь, который прошла Индия, оказался отнюдь не легким. В отсутствие национального закона о защите персональных данных принципы получения пользовательского согласия разрабатывались при регуляторном надзоре со стороны центрального банка, а не органа регулирования, специализирующегося на защите данных. В новом законопроекте Индии специально оговариваются технические и нормативные полномочия системы управления пользовательским согласием, что является важнейшим элементом структуры DEPA. После принятия закон будет играть важнейшую роль в формировании нормативных и надзорных основ DEPA.

## Управление данными

Выводы, полученные на основе опыта Индии и, в более общем плане, опыт многих юрисдикций во всем мире, таких как Австралия, Сингапур, Соединенное Королевство и Европейский союз, среди прочих, доказал, что данные играют важнейшую роль в обеспечении справедливых и ощутимых результатов для граждан. Ключевым аспектом цифровой государственной инфраструктуры является то, что она может быть разработана таким образом, чтобы граждане и юридические лица могли использовать данные ради собственного блага.

Как показывает опыт Индии, выполнение следующих принципов может оказаться полезным для других стран, желающих внедрить цифровую государственную инфраструктуру.

- Граждане должны иметь право доступа к собственным данным и их использованию, независимо от места жительства, ради собственного блага.
- Правила доступа и использования данных должны быть удобными и ясными, чтобы пользователи могли иметь доступ к данным и обмениваться ими на основе согласия, обоснованных издержек и соблюдения защиты персональных данных и их безопасности.
- Такая система должна быть цифровой, а принципы защиты данных должны быть частью технологии, учитывая большой объем данных и необходимость обеспечения их защиты при невысоких транзакционных издержках.

За последнее время высокопоставленные директивные органы Австралии, Франции, Индии, Японии, Руанды, Банка международных расчетов и Европейской комиссии разработали подходы к расширению возможностей использования данных и подтвердили важность усиления двойной стратегической цели в сфере защиты персональной информации и инноваций на основе данных в рамках открытых и операционно-совместимых технических протоколов. Управление данными также стало важным элементом некоторых новых региональных торговых инициатив в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Соглашение о партнерстве в цифровой экономике между Чили, Новой Зеландией и Сингапуром и Индо-Тихоокеанское экономическое соглашение — вот два недавних примера.

Цифровая государственная инфраструктура и расширение возможностей использования данных станут центральными темами в рамках председательства Индии в Группе 20-ти

## Расширение возможностей по обмену данными

Государственная цифровая экосистема Индии позволяет оказывать финансовые услуги путем бесперебойного обмена данными на основе согласия и соблюдения принципов защиты персональных данных.



**Источник:** Tiwari, S., S. Sharma, S. Shetty, and F. Packer. 2022. "The Design of a Data Governance System." BIS Paper 124, Bank for International Settlements, Basel.

**Примечание.** На рисунке показана система обмена данными, применяемая в рамках Архитектуры расширения возможностей и защиты данных; НТУ — налоги на товары и услуги; ПС — предметный специалист.

в 2023 году. В целях достижения прогресса во всем мире необходимо разработать глобальный механизм управления в поддержку открытых технологических стандартов, координации усилий по нормативному регулированию с участием многочисленных заинтересованных сторон и аккредитации операционно-совместимых систем. Не в последнюю очередь, для обеспечения удовлетворительного управления трансграничными операциями решающую роль будет играть международная координация. Пока рано говорить о единых стандартах управления данными, но разговоры в неформальной среде и на уровне международных организаций о широких параметрах для таких стандартов уже начались.

В перспективе глобальному сообществу необходимо будет поддерживать этот диалог, поощрять страны, разделяющие такой подход, делиться собственным опытом и шире распространять передовую практику в области управления данными. По-прежнему отсутствующие институциональные структуры, представляющие глобальные интересы в цифровой сфере, — это серьезный пробел в действующей международной архитектуре. **ФР**

**СИДХАРТ ТИВАРИ** — научный сотрудник Королевского института международных отношений, бывший руководитель отдела стран Азии и Тихоокеанского региона Банка международных расчетов и бывший директор Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.

**ФРЭНК ПЭКЕР** — региональный советник отдела стран Азии и Тихоокеанского региона Банка международных расчетов.

**РАХУЛ МАТТХАН** — партнер юридической фирмы «Trilegal».

# Прогнозирование цен

Сегодняшние инфляционные ожидания завтра, вероятно, станут фактической инфляцией

Франческо Григоли



**ВЫ ЗАМЕТИЛИ**, что товары в вашем местном магазине подорожали, и на свою зарплату вы не можете купить столько же, сколько когда-то могли себе позволить? Во многих уголках мира цены на товары и услуги растут самыми быстрыми темпами за последние 40 лет. Газеты и другие СМИ обычно сообщают последние данные об инфляции, то есть об изменении цен по сравнению с тем же месяцем годом ранее. Однако внимание директивных органов в основном сосредоточено на инфляционных ожиданиях.

Инфляционные ожидания описывают скорость, с которой, по мнению населения, цены будут расти или падать в будущем. Например, если вы думаете, что автомобиль, который сегодня стоит 20 000 долларов, через год будет стоить 22 000 долларов, ваши инфляционные ожидания в отношении автомобилей составляют 10 процентов. Если вы ожидаете, что автомобиль будет стоить 18 000 долларов, ваши инфляционные ожидания составляют -10 процентов. Ваши инфляционные ожидания равны 0, если вы думаете, что цена автомобиля останется прежней. Расширьте этот пример, включив в него все товары и услуги, которые обычно потребляются в стране, и вы получите число для общих инфляционных ожиданий.

Инфляционные ожидания имеют важное значение, потому что сегодняшние инфляционные ожидания завтра, скорее всего, станут *фактической* инфляцией. Если вы ожидаете, что в следующем году автомобили подешевеют на 10 процентов, вероятно, вы повремените с покупкой, пока цены не снизятся. Это падение потребления замедляет экономический рост за счет уменьшения спроса и ведет к еще большему снижению цены. Однако если вы ожидаете, что автомобиль будет стоить на 10 процентов дороже, то, скорее всего, вы купите его немедленно, чтобы не платить более высокую цену позже. Это увеличивает спрос в экономике и подталкивает вверх цены.

Инфляционные ожидания также влияют на переговоры по заработной плате. Если работники и их профсоюзы ожидают, что цены вырастут на 10 процентов, они будут требовать от своего начальства повышения заработной платы как минимум настолько, чтобы гарантировать, что их покупательная способность не снизится. Работники могут даже объявить забастовку, чтобы усилить давление. Затем компании будут повышать свои цены, чтобы защитить свою прибыль от увеличения затрат на заработную плату. Это может вызвать так называемую «спираль заработной платы и цен» — инфляцию, которая приводит к повышению заработной платы, что приводит к еще более высокой инфляции.

## Оценка инфляционных ожиданий

Инфляционные ожидания традиционно оцениваются с помощью опросов, проводимых центральными банками, университетами или частными учреждениями. Например, Мичиганский университет проводит ежемесячный опрос, в котором просит по меньшей мере 600 домашних хозяйств в США сделать их оптимальный прогноз инфляции. В некоторых опросах собирают прогнозы профессиональных аналитиков из банков или финансовых компаний. В других собирают ответы магазинов и других предприятий, которые фактически устанавливают цены, которые платят потребители.

Ожидания могут широко варьироваться среди разных групп людей и внутри них. Специалистам в области прогнозирования платят за изучение всей имеющейся информации, и их суждения в отношении инфляции, как правило, наиболее точны. Однако даже эти эксперты расходятся во мнениях, особенно при прогнозировании инфляции в странах с более высокой волатильностью цен.

Разногласия по поводу инфляционных ожиданий еще больше среди домашних хозяйств и компаний. Одна из причин заклю-



чается в том, что большинство людей не тратит много времени на размышления об инфляции, если не считает, что она имеет непосредственное отношение к их жизни, — явление, известное как «рациональное невнимание». Вместо этого они могут полагать, что все цены изменяются также, как стоимость какого-то одного товара, который они часто покупают, например бензина. Одни люди могут ожидать роста цен, в то время как другие наблюдают их снижение. Простое среднее значение не отражает эту сложность.

### Поддержание стабильности цен

Большинство центральных банков стремится поддерживать инфляцию на стабильном уровне, известном как «целевой показатель». Инфляционные ожидания, как правило, становятся фактической инфляцией, поэтому центральный банк заинтересован в регулировании инфляционных ожиданий и их удержании как можно ближе к этому целевому показателю. Другими словами, центральные банки хотят сохранить инфляционные ожидания «привязанными» к целевому показателю для достижения своей основной цели — ценовой стабильности.

Центральные банки знают, что зафиксировать краткосрочные инфляционные ожидания практически невозможно, потому что они в значительной степени являются результатом недавних событий, таких как наводнение или засуха, которые уничтожили урожай и привели к росту цен на продовольствие. Вместо этого они сосредотачиваются на регулировании инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе, как правило, двух-трех лет. Это тот «горизонт политики», на котором они располагают инструментами, способными повлиять на инфляцию.

Если инфляция выше целевого показателя, центральный банк может повысить свою краткосрочную процентную ставку, а также оказать влияние на долгосрочные процентные ставки, чтобы сделать заимствования более дорогими для домашних хозяйств и компаний. Более высокая стоимость кредита делает траты более дорогими для людей. Это ослабит спрос и, таким образом, замедлит инфляцию, и инфляционные ожидания снизятся.

Другим способом влияния на инфляционные ожидания на горизонте политики является предоставление информации, которая дает сигналы о будущем направлении денежно-кредитной политики. Этот инструмент коммуникации, известный как «указания относительно направления политики», получил широкое распространение, когда процентные ставки многих центральных банков оставались на нулевом уровне или близкими к нулю в течение примерно десяти лет после финансового кризиса 2008–2009 годов. Многие центральные банки неохотно переводили процентные ставки в зону отрицательных значений. И даже когда процентные ставки были отрицательными, центральные банки уточняли свою информацию о будущей политике, чтобы стимулировать спрос и подтолкнуть инфляционные ожидания обратно к целевому уровню.

### Доверие к центральному банку

Закрепить инфляционные ожидания непросто. Представьте себе ситуацию, в которой инфляционные ожидания выше целевого показателя, а центральный банк снижает процентные ставки вместо того, чтобы повышать их. В этом сценарии кредит станет дешевле, спрос будет расти, а цены будут отодвинуты еще дальше от целевого уровня. Люди поймут, что центральный банк несерьезно относится к своему мандату по обеспечению стабильности цен. Таким образом, когда их спросят об их инфляционных ожиданиях, люди, скорее всего, укажут в ответах цифры выше целевого показателя. Поскольку ожидаемая инфляция имеет тенденцию становиться фактической, это будет удерживать инфляцию выше целевого показателя в течение более длительного времени — *издержки* центрального банка, которому не хватает доверия.

Давайте вместо этого рассмотрим случай заслуживающего доверия центрального банка, который твердо привержен цели обеспечения стабильности цен. Даже если инфляция отклоняется от целевого показателя, люди считают, что центральный банк сделает все необходимое для восстановления стабильности цен. В результате люди могут не изменить свои ожидания в отношении инфляции на горизонте политики в два–три года.

Достижение такой степени доверия требует времени и не всегда дается легко. Центральный банк должен действовать последовательно в соответствии со своим мандатом по обеспечению ценовой стабильности, чтобы люди верили, что он всегда готов свети к минимуму любое отклонение инфляционных ожиданий от целевого показателя. В некоторых случаях это может предполагать трудные компромиссы, такие как повышение процентных ставок для ослабления ценового давления, например даже в условиях слабой экономики и роста безработицы. Тем не менее как только инфляционные ожидания будут надежно зафиксированы, центральный банк может проводить менее агрессивную политику и все же достичь стабильности цен. Любое отклонение инфляционных ожиданий от целевого показателя в сторону повышения или снижения, как правило, будет корректироваться, и эпизоды инфляции будут проходить быстрее — *преимущество* надежного центрального банка. Это, в свою очередь, дает центральному банку свободу сосредоточить денежно-кредитную политику на достижении второстепенных целей, таких как стимулирование экономического роста и занятости.

Показатели инфляции, о которых вы каждый месяц читаете в газетах, имеют важное значение. Однако, возможно, более важными для перспектив развития экономики и траектории процентных ставок в будущем являются инфляционные ожидания. **ФР**

**ФРАНЧЕСКО ГРИГОЛИ** — старший экономист в Исследовательском департаменте МВФ.



*В защиту*

# глобализации

Уроки истории показывают, что для сдерживания инфляции следует наращивать, а не сокращать объемы международной торговли

**Гарольд Джеймс**

**С**егодняшний всплеск инфляции — результат одновременного воздействия сбоев в цепочках поставок и значительного бюджетного дефицита. Пандемия и последовавшее за ней вторжение России в Украину привели к нарушению цепочек поставок и нехватке товаров. Ответом богатых промышленно развитых стран на перебои в поставках, неравенство и социальный стресс явились крупные пакеты бюджетных инициатив. В результате возник порочный круг, где увеличение расходов ведет к росту спроса, который, в свою очередь, усиливает товарный дефицит. И этот процесс может повторяться. Рост цен на продукты питания и топливо может спровоцировать недовольство, протесты, возможно, даже революции и правительственные кризисы по всему миру.

Инфляционная спираль может оказаться предвестником совершенно иного мира, расколотого на конкурирующие блоки, которые реализуют дорогостоящие стратегии переориентации торговли на дружественные страны и режимы, одновременно создавая препятствия для своих соперников.

Крупные государства ставят под сомнение преимущества глобализации и пытаются защитить то, что представляется им жизненно важными или стратегическими ресурсами. Логичным итогом станет заморозка мирового экономического роста.

Несмотря на развернувшуюся в последнее время критику глобализации, опыт истории показывает, что от нее не следует отказываться в попытках обновления политики и что глобализация помогает противодействовать инфляционным спиральям. Продовольственные кризисы середины XIX века и нефтяные потрясения 1970-х годов изначально породили бурные вспышки инфляции в мире. В обоих случаях новые технологии кардинально изменили мировые системы поставок, что привело к расширению глобализации и длительным периодам дезинфляции. Таким образом, бурная инфляция в конечном итоге подтолкнула мир к усилению, а не ослаблению глобализации, что принесло обширные преимущества.

Те же силы, вероятно, сыграют свою роль и сегодня. Благоприятная ценовая среда начала XXI века — результат не только более эффективной политики центральных банков, но и откры-

тия мировых рынков товаров и труда. В условиях мирового рынка труда уровень заработной платы в богатых странах снижался, в то время как более бедные страны стремились к денежно-кредитной стабильности для беспрепятственного доступа к мировым рынкам.

Разработчики экономической политики и ученые выявили взаимосвязь между глобализацией и переходом к низкой инфляции во всем мире — сначала в богатых промышленно развитых странах, затем на формирующихся рынках Азии и, наконец, даже в Латинской Америке, где инфляция давно стала нормой. В 2005 году Алан Гринспен, на тот момент возглавлявший Федеральную резервную систему США, утверждал, что глобализация и инновации являются «важнейшими элементами любой модели, способной объяснить события последних 10 лет», получивших название периода «Великой умеренности». Не далее как в 2021 году нынешний председатель ФРС Джером Пауэлл говорил об «устойчивых дезинфляционных силах, включая технологии, глобализацию и, возможно, демографические факторы».

История показывает, что глобализация ведет к дезинфляции. Принято считать, что первый период современной глобализации начался в середине XIX века с продовольственных кризисов. Его прервала Первая мировая война, за которой последовала Великая депрессия. Наконец, в 1970-х годах развернулась глобализация нового формата. Оба поворотных момента (в 1840–1850-е и 1970-е годы) начались с товарного дефицита и инфляционных скачков (см. рисунки 1 и 2).

## Преобразующие технологии

В обоих случаях технологические прорывы в области перевозок послужили толчком к инновационной глобализации. С появлением парового двигателя поезда начали пересекать континенты, а пароходы — океаны. После 1970-х годов внедрение морских контейнеров способствовало резкому снижению стоимости транспортировки товаров. Сами изобретения были сделаны значительно раньше. Мэтью Болтон и Джеймс Уатт создавали действующие паровые машины еще в 1770-х годах, а первый контейнеровоз был спущен на воду в 1931 году.

В каждом случае для превращения многообещающих идей в революционные технологии требовались сильные потрясения: сначала голод середины XIX века, затем скачки цен на нефть в 1970-х годах. Именно потрясения, вызванные значительным ростом цен, создавали условия для раскрытия потенциала этих инноваций. Только в условиях дефицита удавалось добиться серьезной отдачи.

Широкое внедрение инноваций зависело от выбора мер политики, начиная с устранения барьеров в торговле. В результате преобразований в государственном управлении органы власти взялись за решение целого ряда задач управления экономикой, включая либерализацию торговли и составление законов, в корне изменивших дальнейшее развитие предпринимательства. В XIX веке деловая активность обрела новые корпоративные формы: появились акционерные общества с ограниченной ответственностью и универсальные банки, применявшие инновационные способы

привлечения капитала. Сочетание новых источников золота и банковских инноваций способствовало денежным и ценовым скачкам.

С восстановлением ценовой стабильности и денежного порядка поиск механизма для обеспечения притока капитала или дальнейшей глобализации привел к формированию между странами консенсуса о необходимости стабильной и применимой на международном уровне денежной системы. В XIX веке такой системой был золотой стандарт. В конце XX века закрепилось современное таргетирование инфляции, осуществляемое центральными банками. Сложилось новое видение, включавшее денежно-кредитную стабилизацию и переориентацию деятельности правительства на решение основных задач.

Стоит ли ожидать повторения тех же тенденций сегодня? Как правило, первоначальной реакцией на угрозу нестабильности становится резкий разворот в противоположную сторону и стремление к большей самодостаточности. Однако такой курс редко оказывается успешным, ведь он увеличивает расходы, подпитывает инфляцию и затрудняет реализацию перспективных решений. В частности, не удастся найти простые ответы на вопросы, связанные с институциональным планированием: как подходить к составлению нового корпоративного законодательства, проведению государственных закупок, управлению новыми финансовыми системами. Прорывные технологии требуют усвоения большого объема знаний, и опыт других стран играет в этом неоценимую роль.

## Политические последствия

Во время предыдущих переходных процессов мало кто чувствовал себя комфортно. Всюду царил нестабильность. В середине XIX века по всему миру происходили государственные перевороты, и новые правители отнюдь не всегда оказывались лучше, компетентнее или эффективнее. Им нужно было учиться. В 1970-х годах общество было поглощено всеразъедающими сомнениями относительно жизнеспособности демократии. Мир был поглощен борьбой со столь же сложными и многоуровневыми кризисами, как и сегодня. Но выход был. Общества, избиратели и, как следствие, политические лидеры начали проводить сопоставления с мерами адаптации и экспериментами других стран. В середине XIX века, так же как и в 1970-е годы, вскоре стало понятно, что закрытые для мира государства функционируют хуже.

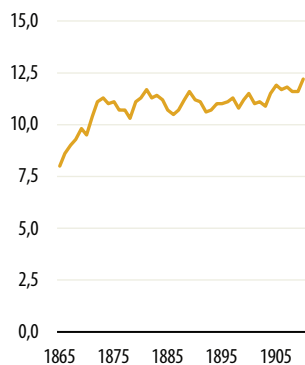
И уже заметны признаки того, что сегодняшнее общество учится на прошлом опыте. В Великобритании в 2016 году, в силу капризов политического устройства, начался процесс политического, нормативного и экономического размежевания с ЕС по результатам проведенного референдума. К 2022 году издержки стали гораздо ощутимее, а радикальная альтернатива, предусматривавшая форсирование независимого роста, безнадежно провалилась при недолговечном правлении премьер-министра Лиз Трасс. Великобритания явилась наглядным примером того, чего делать не следует. Популистские движения в европейских странах, выступающие против глобализации и первоначально вдохновляемые противостоянием с ЕС, быстро сошли на нет.

Рисунок 1

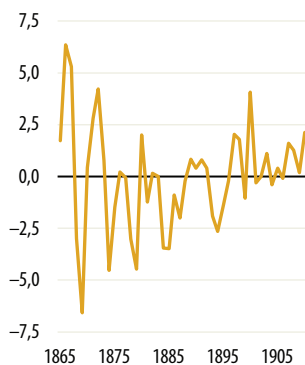
### Первая эпоха глобализации

С появлением паровозов и пароходов в XIX веке транспортные расходы сократились и увеличилась мировая торговля, а инфляция времен Великого голода уменьшилась.

Мировая торговля товарами  
(как доля ВВП)



Показатель инфляции потребительских цен  
(инфляция потребительских цен  
в Великобритании в процентах)



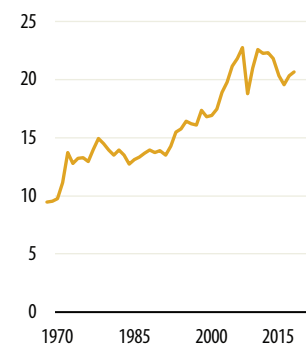
**Источники:** Catão, Luís A. V., and Maurice Obstfeld. 2019. *Introduction to Meeting Globalization's Challenges: Policies to Make Trade Work for All*, edited by Catão and Obstfeld. Princeton, NJ: Princeton University Press; and Bank of England, A Millennium of Economic Data dataset (to 2016).

Рисунок 2

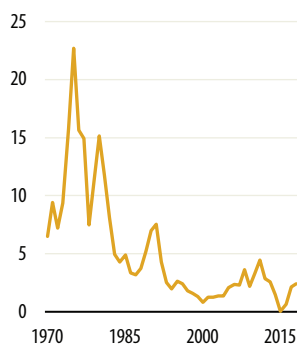
### Глобализация и инфляция

После всплеска инфляции, вызванного нефтяными потрясениями 1970-х годов, новая технология контейнерных перевозок помогла возобновить расширение мировой торговли, тогда как рост потребительских цен существенно замедлился.

Мировая торговля товарами  
(как доля ВВП)



Показатель инфляции потребительских цен  
(инфляция потребительских цен в Великобритании  
в процентах)



**Источники:** Catão, Luís A. V., and Maurice Obstfeld. 2019. *Introduction to Meeting Globalization's Challenges: Policies to Make Trade Work for All*, edited by Catão and Obstfeld. Princeton, NJ: Princeton University Press; and Bank of England, A Millennium of Economic Data dataset (to 2016); and IMF, World Economic Outlook database.

Сегодня нарастают протесты как против автократий, так и против демократий. Их объединяет недовольство существующими подходами к пандемиям, войнам и даже к информационным технологиям.

В то же время наблюдается расцвет новых технологий, которые способны обеспечить увеличение роста и большую эффективность в решении широкого спектра актуальных проблем, таких как здравоохранение, энергетическая политика, климат и даже безопасность. Все они требуют международного сотрудничества и координации действий на трансграничной основе. Сегодняшними аналогами парового двигателя и контейнерова выступают уже существующие научные прорывы. Так, разработка вакцины на основе матричной РНК постепенно велась начиная с 1990-х годов, в основном как средство борьбы с редкими тропическими заболеваниями. Затем ее использование в борьбе с COVID стало моделью, а теперь изучается ее применение против других заболеваний, прежде всего онкологических.

Аналогичным образом, дистанционная медицина и образование были технически осуществимы задолго до пандемии. Под натиском обстоятельств их применение быстро стало повсеместным и ознаменовало собой революцию, которая может привести к расширению и удешевлению доступа. Удаленная работа, для которой даже международные границы — не преграда, сравнима с коммуникационными революциями прошлого. Информационные технологии позволяют нам общаться больше, хотя физически мы перемещаемся меньше.

Первоначальная глобализация, связанная с промышленной революцией, предполагала обмен промышленных товаров из небольшого количества стран на сырьевые товары из множества стран остального мира. Кризис 1970-х породил глобализацию, характеризующуюся все более сложными цепочками поставок. На фоне текущих кризисов зарождается глобализация нового типа, определяемая информационными потоками. Разные общества будут показывать совершенно разную компетентность в реагировании на эту новую революцию данных. Текущее развитие глобализации способно привести к радикальной оптимизации систем, удешевив результаты прошлых технических достижений и сделав их доступнее. В этом смысле именно глобализация представляет собой настоящий акт, ведущий к снижению инфляции. **ФР**

**ГАРОЛЬД ДЖЕЙМС** — профессор истории и международных отношений Принстонского университета и историк МВФ.

## Уроки истории

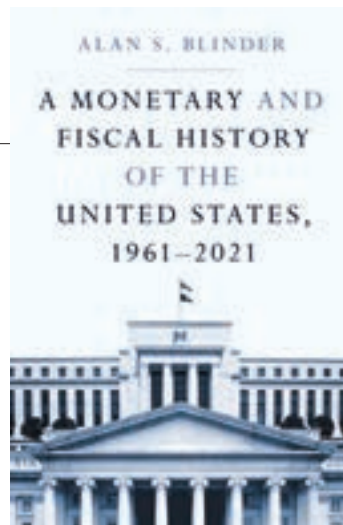
**НЕСМОТЯ НА ДВОЙНЫЕ КРИЗИСЫ** этого столетия (финансовый кризис 2008 года и глобальная пандемия 2020 года), мы ныне живем в мире, созданном руководителями центральных банков 1980-х и 1990-х годов. В те времена экономисты эмпирически доказывали взаимосвязь между независимостью центрального банка и стабильностью цен, политики всех мастей отдавали дань мудрости центральных банков в вопросах стабильности рынка, международной дипломатии, пенсионной реформы и налогово-бюджетной политики, а рынки с восторгом откликались на самые незначительные высказывания представителей центральных банков.

В своей новой книге Алан Блайндер — знаменитый экономист и бывший заместитель председателя ФРС, занимавшийся в ту золотую эпоху налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой, — высоко оценивает мудрость руководителей центральных банков, но при этом отмечает их иногда неприглядные вторжения в чужую им сферу налогово-бюджетной политики.

Блайндер пишет в ярком стиле, которым он по праву знаменит. Книга изобилует его излюбленными вводными оборотами, а также выдержками из биографий ключевых деятелей. Что еще более важно, как и подобает экономисту, последние 40 лет занимающемуся разработкой политики, автор всецело сосредоточен на уроках истории для нынешних споров об экономической политике. Эта написанная для нашего времени историческая книга может многое сказать о противоречиях между налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой и сотрудничестве между соответствующими органами, которое продолжается полным ходом, в том числе во время недавнего кризиса 2020 года, ставшего, возможно, самым масштабным примером фискально-монетарного взаимодействия со времен Второй мировой войны.

Блайндер признает, что придерживается (нео)кейнсианского подхода в своем описании всей этой экономической истории, с похвалами в адрес технократов и их политических господ, с готовностью сражаться за независимость центрального банка — и с уверенностью в том, что в политике существуют правильные и неправильные ответы на вопросы, которые поднимает экономика. Блайндер наверняка не согласится с мнением о том, например, что сотрудники центральных банков являются политическими деятелями. В этом, я считаю, самый серьезный недостаток его подхода. Книга содержит информативное повествование о политиках, думающих только о краткосрочных задачах, и технократах, выступающих в качестве интеллектуального противовеса, чьей ошибкой в первую очередь — а возможно, и исключительно — было то, что они не проявили той независимости, которой требует их положение.

Но реальность сложнее. В то время как Блайндер убедительно доказывает, что руководители центральных банков



*Alan S. Blinder*

**A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021**

Princeton University Press,  
Princeton, NJ, 432 pp., 2022, \$39.95

и их коллеги-технократы, консультирующие политиков по вопросам налогово-бюджетной политики, во многих случаях не были пристрастными в своих советах, ему хуже удастся обосновать тезис о том, что они свободны от политики. Это важное различие. Есть веские причины, по которым взгляд Блайндера на политику ФРС, скажем, в 2009 году, так диаметрально отличался от мнения Аллана Мельцера. И не потому, что Блайндер был демократом, а Мельцер — республиканцем. Причина в том, что и Блайндер, и Мельцер создавали упрощенную картину сложного мира, исходя из мировоззрения, способствовавшего такой редукции.

### Автор всецело сосредоточен на уроках истории для нынешних споров об экономической политике.

Аналогичной редукцией занимаются, помимо всего прочего, руководители центральных банков. И в 2023 году, когда ФРС, реагируя на рекордную инфляцию, идет в авангарде глобального повышения процентных ставок, мы снова вовлечены в эту интеллектуальную битву. Ставки высоки, причем не только для технократов. Руководству центральных банков в ближайшие месяцы и годы придется выносить оценочные суждения в условиях значительной неопределенности. Книга Блайндера является для всех нас насущным ресурсом в преодолении этих противоречий. Но в чем нам нужно разобраться глубже, так это в том, насколько сильна будет политическая составляющая в этой их деятельности. **ФР**

**ПИТЕР КОНТИ-БРАУН** — профессор финансового регулирования в Уортонской школе Университета Пенсильвании.

# Процент — это цена времени

**АВТОРЫ, ПИШУЩИЕ НА ФИНАНСОВЫЕ ТЕМЫ, ЛЮБЯТ** использовать превосходные степени, такие как «четырёхнедельный максимум» и «наибольший за год». Так читателю сразу бросится в глаза фраза о том, что после краха Lehman Brothers центральные банки опустили процентные ставки до минимального за пять тысячелетий уровня. Такими словами начинается книга Эдварда Ченселлора «Цена времени: реальная история процента», в которой отмечается, что жители Месопотамии начисляли проценты по кредитам до того, как поставляли телеги на колеса. Процент, который предшествовал чеканке денег и взимался в древнем мире за кредиты на покупку кукурузы и домашнего скота, нашел отражение в языке — в нем прослеживается связь между стоимостью заимствований и товарами, производимыми с их помощью. В шумерском языке, например,



Edward Chancellor

## The Price of Time: The Real Story of Interest

Atlantic Monthly Press  
New York, NY, 2022, 432 pp., \$28

таким словом служит «козленок», а в древнегреческом слово *tokos* означает теленок.

Финансовый журналист и автор книги «Каждый за себя, а проигравших — к черту. История финансовых спекуляций» в очередной раз глубоко погрузился в прошлое и провел новое всестороннее изучение истории процентных ставок.

Главным отрицательным персонажем книги выступают низкие процентные ставки. Руководители центральных банков, одержимые идеями достижения целей по инфляции, не замечали опасностей, а решая такие проблемы, как кризис 2008 года и трудности с урегулированием суверенного долга в Европе, «так и не смогли учесть или должным образом устранить их последствия». В приведенных примерах, охватывающих эпохи и страны, Ченселлор возлагает вину на чрезмерно низкие процентные ставки, которые нанесли ущерб экономиче-

скому росту, производительности, сбережениям и инвестициям. Они способствуют сохранению на плаву «компаний-зомби», росту неравенства, раздуванию пузырей и подрыву финансовой стабильности.

Автор критикует Федеральную резервную систему за политику низких процентных ставок, проводившуюся почти с момента ее основания в 1913 году. По словам автора, проводимая ФРС политика «подавления экономической волатильности способствовала усилению финансового рычага», а легко доступные деньги спровоцировали финансовый кризис 2008 года. Ченселлор с одобрением цитирует слова финансового журналиста Джеймса Гранта, основателя ресурса *Grant's Interest Rate Observer*, который сказал, что «двойной функциональный мандат ФРС свелся к роли поджигателя и пожарного».

Среди примеров «нерациональных инвестиций, вызванных сверхнизкими процентными ставками», Ченселлор выделяет картели, фиксирующие цены, ссылаясь на исследования, свидетельствующие о том, что они в наибольшей степени подвержены влиянию процентных ставок. Низкие процентные ставки обернулись завышенной оценкой стартапов, таких как, например, компания Theranos — основанный Элизабет Холмс мошеннический стартап, занимавшийся медицинским тестированием, — оценка которого на пике достигала 9 миллиардов долларов. Другим примером является «арабская весна», причину которой Ченселлор видит в низких процентных ставках в США, которые способствовали притоку капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой и спровоцировали всплеск цен на продовольствие. Еще одним примером являются криптоактивы — мания, «возникшая как благодаря денежно-кредитным условиям», так и технологиям. «Проводимое центральными банками обесценение валют означало, что необходим новый тип денег».

В условиях «денежной анестезии», как отмечает Ченселлор, вновь возникают опасения по поводу капитализма, либерализма и самой демократии. Центральные банки манипулируют «наиболее важной ценой в рыночной экономике» и основой основ капитализма.

По мнению автора, без необходимого повышения стоимости заемных средств невозможно оценить будущий доход, нельзя должным образом распределить капитал, а сбережения будут слишком низкими. Образуется неупорядоченный цикл негативной обратной связи. Если этот процесс продолжится, то «на смену частным инвестициям придут государственные инвестиции, а центральные банки должны будут заменить коммерческие банки в качестве основных поставщиков кредитных средств», — заключает Ченселлор. «Если не будет процентной ставки, которая будет регулировать поведение на финансовом рынке, то для регулирования нестабильной по своей сути финансовой системы потребуются бесконечные новые правила».

В начале книги Ченселлор отмечает, что слово *neschek*, означающее на иврите процент, «этимологически происходит от слова, описывающего «укус змеи». В заключение он утверждает, что «без укуса» будет еще хуже. **ФР**

**ДЖЕФФ КЕРНС** — штатный сотрудник журнала «*Финансы и развитие*».

## Воспоминание о распаде СССР

**КНИГА ДЖОНА ОДЛИНГА-СМИ ОПИСЫВАЕТ** трансформацию стран с плановой экономикой после распада Советского Союза в 1991 году. Автор — вышедший на пенсию экономист, который с 1992 по 2003 год возглавлял команду МВФ, ответственную за бывшие советские республики. Повествование плавно перемещается из правительственных кабинетов в бывшем здании ЦК КПСС на дачи увлеченных молодых реформаторов в Архангельском, на окраине Москвы. Он позволяет получить представление о том, как проходили большие официальные ужины, где гостям полагалось осушать рюмки водки или коньяка после каждого из многочисленных торжественных тостов. Но Одлинг-Сми подробно рассказывает также о трагедии простых людей во время распада советской экономики: бескрайних очередях перед государственными продуктовыми магазинами с пустыми полками, дрожащих от холода людях, продающих на обочине разные мелочи. Личные истории раскрывают контекст рассказа, придают ему колорит и делают легким для чтения, при этом Одлинг-Сми глубоко знает тему и приводит серьезный анализ экономических проблем.

**Автор показывает, как глубокие недостатки политической системы — прежде всего, коррупция и кумовство, — не дали вырасти реальной рыночной экономике.**

Одлинг-Сми и другие сотрудники МВФ отправились в Советский Союз в 1991 году, чтобы помочь стране избежать экономического коллапса. Это, конечно, было задачей из серии «миссия невыполнима». О Советском Союзе мало знали во внешнем мире — распространялись только сфальсифицированная статистика и другая лживая информация. Автор ярко описывает весь ужас первоначальной ситуации и хаос, последовавший за распадом Советского Союза. Некоторые обвиняли МВФ в том, что он разрушил советскую экономику — но она была на грани краха еще до обращения к Фонду за помощью.



*John Odling-Smee*  
**Towards Market Economies: The IMF and the Economic Transition in Russia and Other Former Soviet Countries**  
Hamilton Books,  
New York, NY, 2022, 248 pp., \$24.99

Я имел честь сотрудничать с МВФ на посту премьер-министра Эстонии с 1992 по 1994 год и могу лишь согласиться с автором, когда он пишет: «Чем быстрее будут проведены реформы, тем скорее экономика восстановится. Откладывая трудные реформы, вы лишь продлеваете агонию и боль людей». Одлинг-Сми дает несколько объяснений успеха, достигнутого странами Балтии. Я добавляю только два небольших замечания: во-первых, эти страны полностью порвали со своим коммунистическим прошлым; во-вторых, советская экономика рухнула в результате краха советской системы, а не из-за реформ.

Стиль книги — спокойный и аргументированный. Автор не защищает МВФ или себя, но отмечает, что можно было бы сделать иначе — возможно, со стороны не МВФ, а стран с переходной экономикой. Он показывает, как глубокие недостатки политической системы — прежде всего, коррупция и кумовство, — не дали вырасти реальной рыночной экономике.

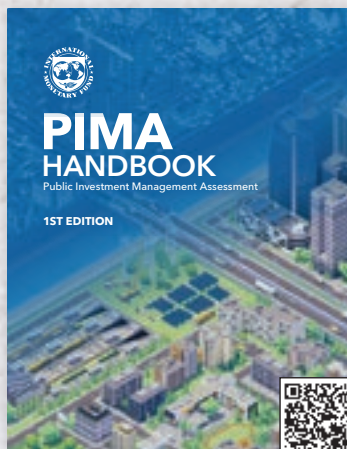
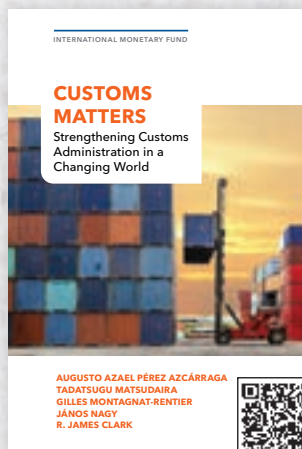
Эта книга была написана до того, как в феврале 2022 года Россия вторглась в Украину, и поэтому не содержит описания этой трагедии, но очень хорошо освещает ее корни. Провал реформ привел к коррупции, кумовству и олигархии — а это привело к Путину и войне. Бесполезно искать виновных, пытаться ответить на вопрос «кто потерял Россию?» Россия потеряла себя сама, и только Россия может себя поднять. **ФР**

**МАРТ ЛААР** — бывший премьер-министр Эстонии.

# ПУБЛИКАЦИИ МВФ В МОБИЛЬНОМ ДОСТУПЕ

## РЕКОМЕНДУЕМЫЕ НАЗВАНИЯ

Отсканируйте QR-коды для загрузки



IMF | PUBLICATIONS

Информация о мировой  
экономике у вас под рукой.

IMF.org/Pubs

Russian  
Finance & Development, March 2023



MFIRA2023001