

Первая Лига по Борьбе с Инфляцией

Трофимов Г. Ю.

Институт Финансовых Исследований, г. Москва

К концу эпохи Большой Инфляции в 1980-х в макроэкономике утвердилось представление о важности стабильных правил монетарной политики. Рынок доверяет действиям монетарных властей, если они основаны на простых правилах, прозрачны и предсказуемы.

Классическим примером простого и понятного правила монетарной политики является правило Тэйлора. Оно задает связь между базовой ставкой процента и отклонениями, во-первых, фактической инфляции от целевого значения и, во-вторых, фактического ВВП от потенциально возможного. Если инфляция превышает целевое значение, или выпуск превышает потенциальный уровень, то базовая ставка увеличивается на определенную величину.

Правило Тэйлора отражает на качественном уровне общий принцип действия многих центральных банков, но неприменимо в качестве операционного руководства для конкретных решений. Никакая простая формула не может отразить весь массив необходимой информации и все конкретные ситуации, связанные с поведением участников рынка.

Режим ИТ основан на тех же принципах – стабильности, прозрачности и простоты. Но в отличие от правила Тэйлора или его аналогов, в этом режиме важную роль играют процессы коммуникации монетарных властей с рынком. Возможны варианты этого режима разной степени гибкости в смысле расстановки приоритета между контролем над инфляцией и поддержкой реальной экономики. Важно понимать, что любой ответственный центральный банк не имеет права игнорировать реальные эффекты своей политики. Даже если цель по показателям производства не объявляется официально, неявно она всегда должна в той или иной мере учитываться в принятии решений.

Теоретические основы таргетирования инфляции

Допущение о некоторой гибкости монетарной политики является исходным постулатом теории таргетирования инфляции. Она была разработана в 1990-2000-е гг.,

чтобы дать объяснение монетарной политики в режиме ИТ на основе простых динамических макромоделей. Рассмотрим вкратце, в чем суть этой теории.

Предполагается, что для центрального банка важны два показателя: отклонение инфляции от цели и отклонение фактического выпуска от потенциального. Это отражается целевой функцией монетарной политики, взвешивающей потери от данных отклонений. Существенно, что долговременная цель по инфляции согласуется с ожидаемой долговременной траекторией потенциального выпуска.

В каждый период времени центральный банк выбирает базовую ставку, минимизируя ожидаемые приведенные потери. Он принимает решения в условиях неопределенности из-за случайных шоков со стороны предложения или спроса и учитывает действие механизма денежной трансмиссии, то есть передачи экономикой сигнала от базовой ставки на инфляцию и выпуск. Основным передаточным звеном являются инфляционные ожидания, которые влияют на совокупный спрос через реальный процент и на совокупное предложение, определяемое кривой Филипса с ожиданиями.

Даже для таких предельно простых моделей невозможно получить формальное правило монетарной политики (типа правила Тэйлора), но можно вывести правила таргетирования инфляции, в какой-то мере отражающие процесс коммуникации монетарной власти с рынком. Правило таргетирования устанавливает связь ожидаемой инфляции с ожидаемым разрывом темпов потенциального и фактического выпуска. Если, к примеру, ожидается отставание роста экономики от потенциального возможного, то центральный банк должен объявить, что ожидаемая инфляция будет выше целевого уровня. Чем больше весовой коэффициент, относящийся к разрыву выпуска, тем больше отклонение ожидаемой инфляции вверх от целевого уровня.

Отсюда следует, что монетарная политика при ИТ вовсе не обязана быть жесткой, а таргетирование инфляции в точности по целевому уровню оптимально лишь в двух случаях: если весовой коэффициент, относящихся к выпуску, равен нулю, или если ожидаемые темпы роста фактического и потенциального выпуска совпадают.

Участники первой лиги

К таргетированию инфляции с начала 1990-х перешли Новая Зеландия, Канада, Британия и Швеция, затем несколько других развитых стран. С конца 1990-х к ним начали

присоединятся новые индустриальные и развивающиеся страны Латинской Америки, Азии и Восточной Европы. В 2014 г. к этим странам примкнула Россия.

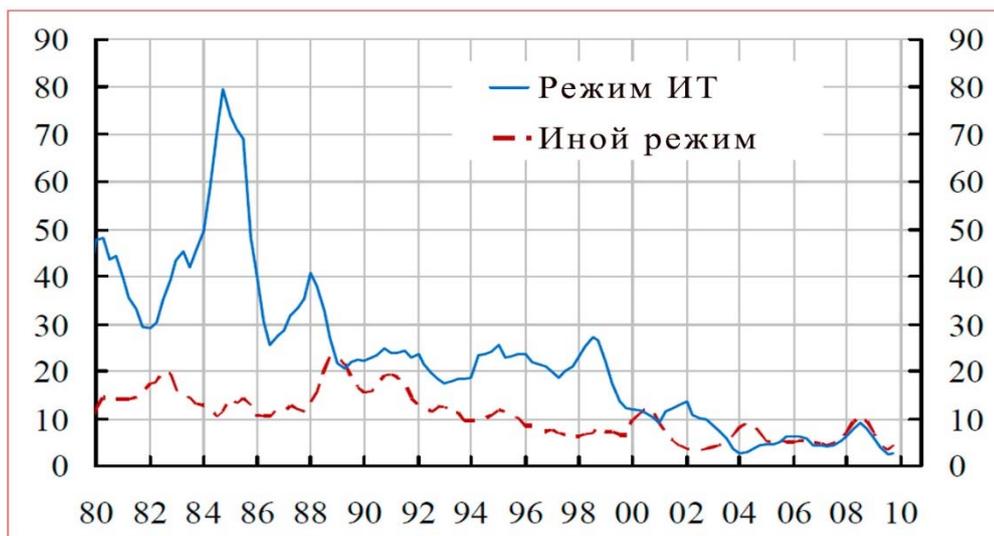
Росту популярности нового монетарного режима способствовала серия валютно-финансовых кризисов в Европе в 1992 г., Мексике в 1994 г. и в Юго-Восточной Азии и России в 1997-98 гг., спровоцированных спекулятивными атаками на фиксированные валютные курсы. В 2000-х возникла обратная ситуация: из-за низких процентных ставок усилились международные потоки спекулятивного капитала в менее развитые страны. В этих условиях поддержание фиксированного курса стало фактором монетарной инфляции из-за необходимости наращивать валютные резервы и денежную массу. Режим ИТ оказался востребован рядом стран, потому что не требует фиксации курса и лучше обеспечивает макроэкономическую устойчивость к внешним шокам за счет возможности плавной девальвации.

В отличие от других монетарных режимов, при ИТ контроль над инфляцией объявляется приоритетной целью. Поэтому, используя спортивную терминологию, страны с этим режимом можно назвать первой лигой по борьбе с инфляцией. Центральные банки этих стран могут быть независимыми от монетарной политики других стран. В идеале для ИТ необходима внутренняя независимость центрального банка от фискальной политики своей страны.

Теория, о которой говорилось выше, описывает монетарную политику для тех стран, которые успешно действуют в режиме ИТ. На практике поддержание данного режима при низкой инфляции проще, чем вхождение в него при относительно высокой инфляции. С учетом данного обстоятельства, большинству развивающихся стран, принявших ИТ, было необходимо решать две задачи.

Во-первых, подавить исходную инфляцию, которая была значительно выше целевого уровня. График 1 показывает динамику инфляции для двух групп развивающихся стран: тех, кто её таргетировал и не таргетировал. Для первой группы инфляция была изначально существенно выше чем для второй. Ряд стран из первой группы, таких как Бразилия, Израиль и Турция пережили в прошлом периоды очень высокой инфляции, что отражено на графике. Поэтому принятие режима ИТ служило для них средством стабилизации исходной инфляции, и это стало приоритетной задачей.

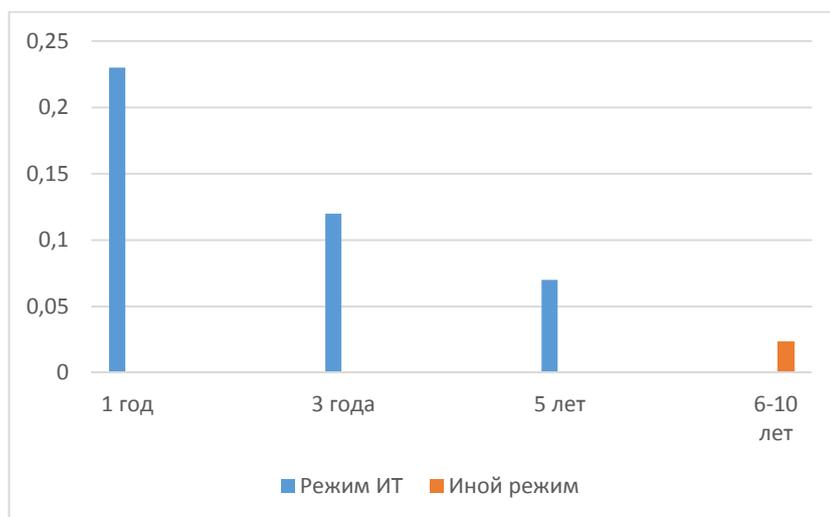
График 1: Инфляция в странах с формирующимися рынками



Источник: Ecowin

Во-вторых, необходимо было привязать инфляционные ожидания к номинальному якорю. По оценкам МВФ, к началу мирового кризиса 2008-09 г. это в основном удалось достигнуть. График 2 демонстрирует эластичность инфляционных ожиданий по фактической инфляции для развивающихся стран в режиме ИТ и вне этого режима. Ожидания измеряются с помощью спрэдов доходностей индексированных и номинальных облигаций со сроками до погашения от 1 до 10 лет. Как видно из графика, для стран с режимом ИТ эластичность нулевая для периода 1-5 лет, тогда как для других стран она положительная, хотя и не очень высокая. При этом инфляционные ожидания для первой группы сместились в долговременную перспективу.

График 2: Эластичность ожидаемой инфляции по фактической для развивающихся стран



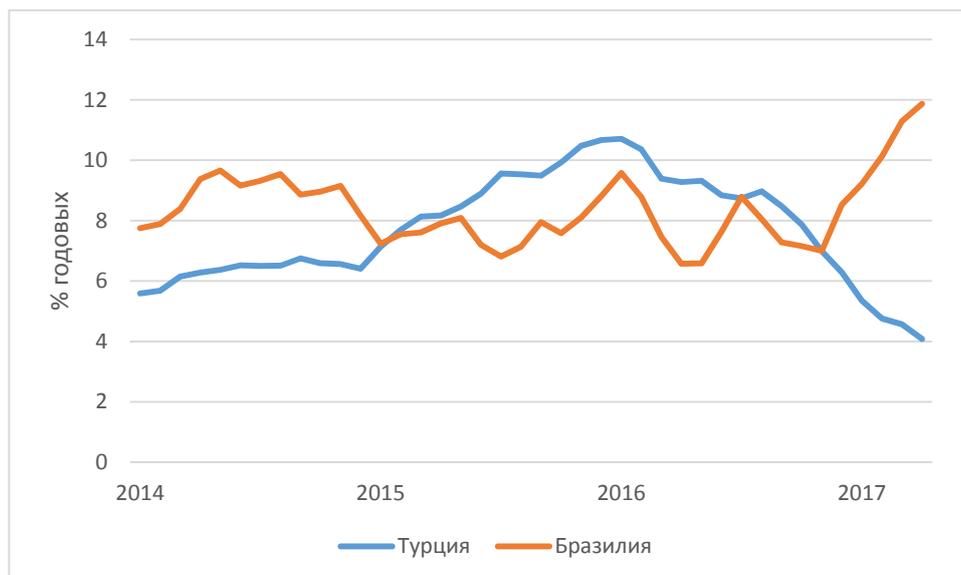
Источник: IMF Economic Outlook (2008).

Как показывает межстрановой сравнительный анализ, для развитых экономик результаты по инфляции слабо варьируют между группами стран, перешедших на режим ИТ и не перешедших. Причина в том, что монетарная политика в обоих случаях отличается не так существенно.

И все же кризис 2008-09 г. оказался испытанием для нового режима. Всплеск инфляции в тот период имел место во всех странах, с отклонением от цели в несколько процентных пунктов. В большинстве стран с режимом ИТ после кризиса произошла реверсия инфляции в сторону целевого уровня, причем некоторые столкнулись с проблемой овершутинга дезинфляции, например, Израиль и Польша. В 2015-16 г. они даже оказались в зоне дефляции, и им пришлось таргетировать инфляцию снизу.

В итоге аутсайдерами первой лиги стали Бразилия, Турция и Гана, удалившиеся сильнее других от целевого значения. График 3 показывает темпы инфляции для Бразилии и Турции. В обеих странах после 2015 г. происходили всплески инфляции с более чем двукратным превышением целевого уровня 5% для Турции и 4.5% для Бразилии. В отличие от Турции, Бразилия все же вернулась к этому уровню, несмотря на продолжающуюся более 2 лет рецессию и нерешенные острые бюджетные проблемы.

График 3: Инфляция в Бразилии и Турции



Источник: inflation.eu

Примеры Бразилии и Турции иллюстрируют диаметрально противоположные приоритеты монетарной политики. Бразилия напоминает Россию в том, что там инфляция снижена к настоящему времени до 4%, причем в условиях экономического спада и при высокой базовой ставке центрального банка более 10%. Монетарная власть этой страны исходит из принципа «дезинфляция превыше всего». Инфляция в Турции превысила уровень 11%, который был характерен для России в 2015 - 16 г., но, в отличие от России и Бразилии, турецкая экономика сохраняет рост ВВП с темпом около 3%.

Если инфляция в Турции 2017 г. останется на уровне выше 10%, то эта страна, возможно, будет вынуждена выйти из режима ИТ. Такой вариант нельзя исключать с учетом исторических особенностей турецкой экономики. В 1990-е годы, в период очень высокой среднегодовой инфляции около 70%, ВВП Турции успешно рос в среднем на 4.2% в год. По этой причине вариант умеренной инфляции при сохранении экономического роста может оказаться для этой страны предпочтительнее чем вариант рецессии, вызванной антиинфляционными мерами.

Плата за членство

Главное преимущество ИТ заключается в возможности совместить номинальный якорь и независимую монетарную политику. Но этот режим не панацея и несет с собой

проблемы из-за свободного плавления курса валют. Некоторые проявились в России и Бразилии, испытавших сильное номинальные падение своих валют в период 2014-16 г.

Во-первых, возросшая волатильность валютных курсов увеличивает инвестиционные риски. Далеко не все производители имеют возможность валютного хеджирования, а от долговременных валютных рисков защититься практически невозможно.

Во-вторых, резкая девальвация подрывает устойчивость финансовой системы из-за обязательств в иностранной валюте. Следовательно, государства в режиме ИТ должны быть готовы существенно увеличивать расходы на поддержку национальных финансовых систем в случае сильных девальваций.

В-третьих, страна, таргетирующая инфляцию, более уязвима в случае валютных войн. Если торговые партнеры не используют ИТ, то у них меньше препятствий для девальваций своих валют ради получения односторонних конкурентных выгод. Напротив, страна, использующая ИТ, ограничена в принятии ответных мер, которые противоречат проводимой монетарной политике.

Негативные эффекты волатильности валютных курсов на экономику варьируют в зависимости от её размеров и структуры. Эта проблема гораздо острее для малых и недостаточно развитых экономик, для которых плата за членство в группе ИТ оказывается значительно выше.

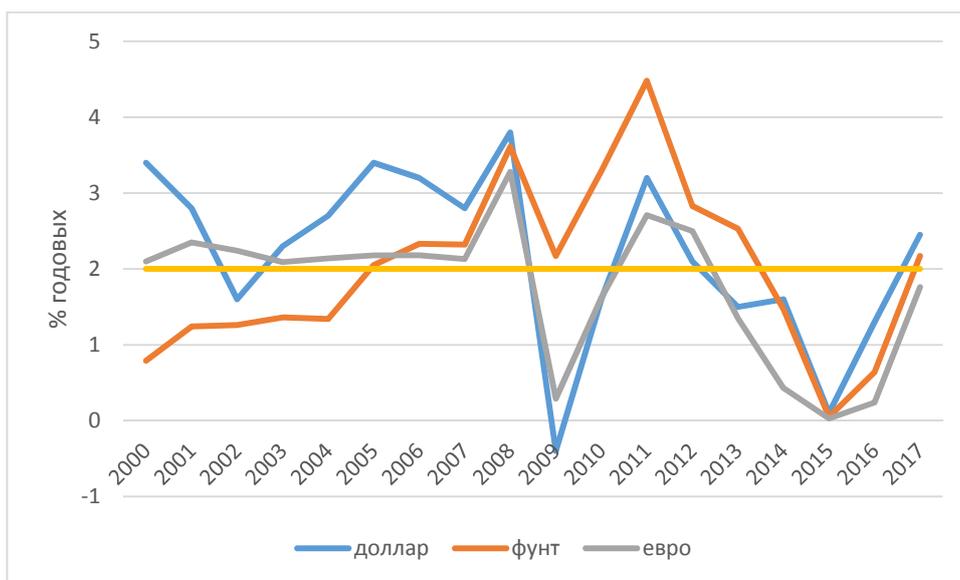
Высшая лига

Сюда входят шесть стран по факту принадлежности к мировым резервным валютам: США, ЕС, Британия, Япония, Швейцария, а с недавних пор Китай, но это особый случай. Из них только Британия использует ИТ, причем ещё с 1992 г., а остальные формально не задают точечной цели по инфляции, но все же обеспечивают эффективный контроль над ней. К тому же все эти страны, за исключением Китая, давно отказались от привязки валютных курсов к другим валютам, а ФРС и Европейский Банк этим вообще никогда не занимались.

Почему монетарные власти этих стран не используют явное таргетирование инфляции? С одной стороны, они не нуждаются в номинальном якоря для создания антиинфляционной репутации, в отличие от большинства стран, входящих в группу ИТ. С другой стороны, все они действуют схожим образом для контроля инфляционных

ожиданий и удержания фактической инфляции в рамках заявленных интервальных значений. Особенно это относится к Банку Европы, который придерживается цели по инфляции «не выше, но вблизи» 2% и проводит более жесткую политику чем Банк Англии и ФРС. График 4 демонстрирует темпы инфляции для этих трех стран.

График 4: Инфляция в США, Британии и Еврозоне



Источник: Rateinflation.com

Из графика 4 видно, что фактически наиболее последовательно контроль над инфляцией до кризиса 2008 г. проводил Банк Европы, поскольку он был ближе всех к «заветной» планке 2%. Но после 2008 г. наиболее инфляционным среди этой тройки оказался Банк Англии, что обеспечило ему наименьший уровень безработицы в период кризиса.

На наш взгляд, монетарная политика всех этих стран вписывается в рамки теории ИТ, но наиболее близкой к теоретической модели является американская двухмандатная система. Вместо разрыва выпуска там используется цель по уровню занятости, а неявное таргетирование инфляции является для США более гибким чем для стран с явным ИТ. Все это означает, что многие страны занимаются таргетированием инфляции на свой манер, но не все готовы в этом признаться. По сути то же мнение высказывала классик монетарной теории Анна Шварц: «ИТ является не более чем витриной консервативной

политики, основанной на доверии к обязательствам центрального банка обеспечивать низкую инфляцию».