

Взлет и падение монетаризма

Опубликовано "Вопросы экономики" №9, 2002, с.92-104

Инфляция всегда и везде является денежным феноменом.
Милтон Фридмен, лауреат нобелевской премии по экономике 1976 года.

Объем информации, содержащийся в денежных агрегатах, равен нулю.
Роберт Манделл, лауреат нобелевской премии по экономике 1999 года.

К заслугам монетаризма можно отнести множество достижений в области денежно-кредитного регулирования: преодоление кризиса 1970-х гг., борьба с гиперинфляцией в развивающихся странах, денежное оздоровление переходных экономик и т.д. Монетаристская концепция была принята на вооружение такими международными организациями как МВФ и ОЭСР. В отечественном руководстве и научных кругах можно найти немало последователей Милтона Фридмена. Однако с конца 1980-х гг. центральные банки один за другим отказываются от монетаристской теории. К началу XXI столетия из аналитики денежных властей исчезли денежные агрегаты, а инфляция, ВВП и безработица не определяются денежным предложением. Какие же коллизии претерпел монетаризм в течение своей «бурной жизни», которая, по-видимому, подходит к концу?

Предвестники монетаризма

Идея того, что изменения цен связаны с денежным предложением, является одной из самых старых в экономической теории. Еще Юлий Павел, выдающийся римский юрист III века н.э., занимавший должность префекта претория и входивший в Совет принцепса, высказал тезис, что ценность денег зависит от их количества. Seriously проблемами денежной сферы занимались экономисты классической школы. Английский философ и экономист Давид Юм в «Очерке о деньгах» 1752 года анализировал связь между предложением денег и последующим ростом цен. В частности, Д. Юм писал: *«первоначально [при увеличении денежного предложения – авт.] не происходит никаких изменений. Затем это приводит к повышению цен на один товар, потом на другой, пока в конечном счете цены всех товаров не вырастут в такой же пропорции, что и количество металлических денег...»*¹. Большинство экономистов XIX века, включая Адама Смита, Давида Рикардо и других разделяло взгляды Юма. К моменту написания Джоном С. Миллем своих известных научных трудов количественная теория денег, - хотя и с нечеткими формулировками, - уже окончательно сложилась. Американский ученый Ирвинг Фишер придал количественной теории денег новый блеск, предложив уравнение обмена. Он развил теорию денег в духе классической политэкономии, внося в нее необходимые поправки, которые логически вытекали из развития чекового оборота в денежном обращении начала XX века. Основные постулаты количественной теории денег были облечены Фишером в строгую математическую форму, удобную для статистического анализа. Его несомненной заслугой является выведение уравнения обмена товаров на деньги, установившую покупательную силу денег. Трансакционный вариант уравнения обмена имел вид:

$$MV = \Sigma pQ \quad (1),$$

¹ Цит. по: Покупательная сила денег / Сост. Бункина М.К., Семенов А.М. – М.: Дело, 2001. - С. 13.

где M - деньги, под которыми понимали банкноты и монеты в наличном обращении²; V - скорость обращения денег; p - цена товара; Q - количество товара.

Количественная теория денег не выходила за рамки академических кругов. Полноценной макроэкономической теории, а тем более концепции денежно-кредитной политики еще не существовало, и денежная теория не находила своего практического применения. В 1900 г. в мире существовало всего восемнадцать центральных банков. Помимо стран Европы они действовали лишь в Японии и Индонезии. Их денежно-кредитный инструментарий был крайне примитивен и прост. Единственное, чем занимались денежные власти, так это поддержанием фиксированного валютного курса к золоту посредством нестерилизованных интервенций и учетной ставки. Для подобной стратегии макроэкономический анализ не требовался.

Гений Дж. Кейнса надолго затмил количественную теорию денег. На протяжении 1930-60 гг. макроэкономическая теория находилась под влиянием идей Кейнса и его последователей. Кейнсианство игнорировало сколь либо существенную роль денег в экономике, и это отражалось на государственной политике. Главной задачей правительства считалось достижение полной занятости через изменения в налогово-бюджетной политике. В послевоенный период времени инфляция находилась на низких отметках и большое внимание ей не уделялось. Денежно-кредитной политики придавалась второстепенная роль. Она была необходима лишь для поддержания процентных ставок на уровне, способствующем экономическому росту и решению правительственных проблем.

Незначительной ролью денежно-кредитная политика наделялась не только из-за кейнсианских взглядов, но вследствие ее низкой практической эффективности. Ошибки центральных банков в области регулирования в период мировой депрессии 1930-х гг. породили в обществе мнение, что денежно-кредитная политика мало на что способна и активная политика денежных властей лишена всякого смысла - по выражению тогдашнего главы ФРС США Марринера Экклза «притянута за уши». «Пассивные» взгляды на денежно-кредитную политику главенствовали среди экономистов, и их популяризировали учебники 1950-60 гг.

Лишь небольшое число специалистов интересовало изучение взаимосвязи денег, номинального дохода и инфляции. В частности, Кларк Варбуртон в 1945-53 гг. опубликовал ряд статей, посвященных эмпирической оценке взаимосвязи перечисленных переменных. Его выводы предвосхитили анализ Фридмена. Варбуртон обнаружил, что увеличение денежного предложения ведет к аналогичному росту инфляции, а краткосрочные колебания реального ВВП напрямую связаны с предложением денег³. К несчастью, работы ученого не привлекли должного внимания, и появление на свет монетаризма было отложено на годы.

Рождение денежной теории

По инициативе Артура Бёрнса, директора Национального Бюро Экономических Исследований (США) Милтон Фридмен в 1950 г. возглавил проект изучения роли денег в деловом цикле. Интенсивные эмпирические исследования Фридмена и группы студентов Чикагского Университета под его руководством воплотились в серию фундаментальных трудов по истории и теории денежного обращения⁴. Первым из них стал сборник статей «Исследования по количественной теории денег», вышедший в 1956 г. Затем последовала «Монетарная история Соединенных Штатов за 1867-1960 гг.» в соавторстве со специалистом по экономической истории Анной Шварц⁵. В подходе к анализу денежной сферы М. Фридмен изначально всецело опирался на количественную теорию денег. Как писала чета Фридменов в

² Дж. Кейнс впервые начал причислять к деньгам банковские вклады до востребования, что дало толчок к дальнейшему пересмотру концепции денег.

³ Warburton C. Depression, Inflation, and Monetary Policy: Selected Papers, 1945-53. - Baltimore: Johns Hopkins Press, 1966.

⁴ Хотя М. Фридмен и считается «отцом» монетаризма, само название денежной теории было придумано Карлом Брюннером, профессором Университета Рочестера.

⁵ Friedman M. Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

Friedman M. and Schwartz A. A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton: Princeton University Press, 1963.

своих воспоминаниях, «первым главным шагом контрреволюции денежной теории явился успешный возврат классической количественной теории академической респектабельности под непривлекательным ярлыком “монетаризм”»⁶. Затем анализ расширился путем объединения теории спроса на деньги и теории формирования номинального дохода. Фридмен формально констатировал тот факт, что номинальный доход напрямую связан с денежной сферой. В противоположность ортодоксальному кейнсианству, не придававшего никакого значения деньгам, Фридмен обозначил важность краткосрочных колебаний денежного предложения и их влияния на цены в течение делового цикла. Эмпирической поддержкой первых монетаристских тезисов послужил статистический материал по истории денежного обращения США за почти столетний период времени.

Публикация Милтона Фридмена и Давида Мейселмена «Относительная стабильность скорости денежного обращения и инвестиционный мультипликатор в Соединенных Штатах за 1897-1958 гг.» положила начало ожесточенной полемике кейнсианцев с ранними монетаристами. В основе статьи лежала критика относительной стабильности мультипликатора расходов в кейнсианских макроэкономических моделях. Согласно Фридмену и Мейселмену номинальные потребительские расходы определяются скорее предложением денег, нежели отдельными статьями госбюджета. Исходя из определяющей роли денег доказывалось, что изменения в номинальных доходах обусловлены исключительно колебаниями денежного предложения⁷. Сразу после выхода статьи, представители главенствующей экономической теории подвергли монетаристские выводы резкой критике. Альберт Эндо и Франко Модильяни, а также Майкл ДеПрано и Томас Майер в то же номере *American Economic Review*, где была напечатана и статья Фридмена-Мейселмена, высказали свои контраргументы⁸. Дебаты отражали, преимущественно, различие во взглядах на экономико-математическое моделирование.

Центральные банки ведущих западных стран начали применять макроэкономические модели с конца 1960-х гг. В то время суперкомпьютеры стали достаточно мощными, чтобы обрабатывать краткосрочные кейнсианские модели, состоящие из нескольких сот уравнений. Монетаристы значительно преуменьшили роль макроэкономических моделей. Они полагали, что польза от масштабного моделирования слишком мала, и следует использовать либо меньшие модели различных типов, либо проводить анализ без количественных методов. Для того чтобы акцентировать внимание на ключевых проблемах экономики и избежать чрезмерной детализации, они предпочли использовать небольшие модели долгосрочного равновесия. Кейнсианцы посчитали монетаристские исследовательские методы неадекватными в силу слабости их эконометрики, с чем позднее (в 1974 г.) согласились и сами монетаристы. В частности, Алан Блиндер, президент Принстонского Университета, и Роберт Солоу, лауреат нобелевской премии по экономике 1987 года, признали, что подход Фридмена-Мейселмена «слишком примитивен для представления любой экономической теории»⁹.

Сент-луиская контрреволюция

Ранний монетаризм опирался на модели долгосрочного равновесия. Так продолжалось до тех пор, пока экономисты Федерального Резервного Банка Сент-Луиса (США) Леонелл Андерсен и Джерри Джордан в 1968 г. не разработали модель оценки эффективности государственной экономической политики. В центре их внимания находился эмпирический анализ взаимосвязи номинального дохода, денег и налогово-бюджетной политики. Уравнение, подвергнутое регрессионно-корреляционной оценке, имело следующий вид:

⁶ Friedman M. and Friedman R. Two lucky people: Memoirs. - Chicago: The University of Chicago Press, 1998. P. 228.

⁷ Friedman M. and Meiselman D. The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897–1958. / Stabilization policies. Cliffs E. (Ed.). - N.J.: Prentice Hall, 1963.

⁸ Ando A. and Modigliani F. The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier // American Economic Review, 1965. - №55, pp. 693–728.

DePrano M. and Mayer T. Tests of the Relative Importance of Autonomous Expenditures and Money. // American Economic Review, 1965. - №55, pp. 729–52.

⁹ Blinder A. and Solow R. Analytical Foundations of Fiscal Policy / The Economics of Public Finance. - Washington: The Brookings Institution, 1974.

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=0}^3 \beta_i M_{t-i} + \sum_{j=0}^3 \lambda_j E_{t-j} + e_t \quad (2),$$

где Y - номинальный ВВП; M - М1 или денежная база; E - переменная налогово-бюджетной политики (дефицит госбюджета, госрасходы или субсидии); α - константа; β и λ - коэффициенты регрессионного уравнения; e_t случайное колебание в момент времени t .

Результаты регрессионной оценки оказались для исследователей несколько неожиданными: денежное предложение важно не только как детерминанта номинального дохода, но и как фактор, влияющий на номинальный ВВП, т.е. реальную экономику в краткосрочном периоде. Следовательно, центральный банк, манипулируя предложением денег, может добиться необходимого эффекта на экономику. Причем, судя по результатам регрессионной оценки, денежно-кредитная политика превосходит налогово-бюджетную политику по степени влияния на ВВП¹⁰. Выводы Л. Андерсена и Дж. Джордана позволили не только опровергнуть один из ключевых постулатов кейнсианской теории, но и переключить монетаристский анализ с долгосрочного на краткосрочный горизонт времени.

Экономисты Федерального Резервного Банка Сент-Луиса продолжили монетаристскую контрреволюцию. В 1970 г. Леонелл Андерсен совместно с Кейт Карлсон обнаружил «монетаристскую модель экономической стабилизации». Разработка, получившая название «сент-луиская модель», уточняла предыдущие выводы Л. Андерсена и Дж. Джордана в части определения совокупных расходов и инфляции. Модель включала всего четыре базовых уравнения: совокупных расходов, цен, долгосрочных процентных ставок и безработицы¹¹. Сент-луиская модель приближала монетаризм к кейнсианству в том плане, что она впервые включила в круг внимания сторонников Фридмена не только деньги и цены, но и другие макроэкономические переменные, которые традиционно интересовали последователей Кейнса. Работа Л. Андерсена и К. Карлсон была посвящена изучению влияния денежного предложения на реальный ВВП, процентные ставки и занятость. Монетаризм, наконец, получил классическое определение, данное ему лауреатом нобелевской премии по экономике Полом Самуэльсоном: «монетаризм предполагает, что первоначальной детерминантой макроэкономического совокупного спроса, - вне зависимости представлен ли он безработицей или инфляцией, - являются деньги, М1, М2 или их изменение»¹².

Сент-луиская модель укрепила монетаризм в нескольких направлениях. Во-первых, она перенесла монетаристский анализ в область проблем государственной экономической политики. Во-вторых, Андерсен и Карлсон фактическими данными подтвердили предположение Милтона Фридмена и Эдмунда Фелпса, что в долгосрочном периоде не существует выбора между инфляцией и безработицей, как полагали кейнсианцы. Экспансионистская денежно-кредитная политика способствует краткосрочному реальному экономическому росту (и снижению безработицы), который затем «съедается» инфляцией. В третьих, результаты Андерсен-Карлсон свидетельствовали о большей эффективности денежно-кредитной политики в стабилизации экономики по сравнению с налогово-бюджетной политикой. Фактически сент-луиская модель закрепила победу монетаризма над кейнсианством в борьбе за право определять политику центрального банка.

Монетаризм на практике

Успехи монетаристской теории обусловили использование денежных агрегатов в качестве инструментов краткосрочной экономической стабилизации. Для центральных банков денежные агрегаты оказались полезными в трех направлениях. Во-первых, они могут служить

¹⁰ Andersen L. and Jordan J. Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1968. - №50, pp.11–24.

¹¹ Andersen L. and Carlson K. A Monetarist Model for Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1970. - №52, pp. 7–25.

¹² Samuelson P. The Role of Money in National Economic Policy / Controlling Monetary Aggregates. – Boston: FRB of Boston, 1969. - P. 7.

информационной переменной, и их анализ позволяет формулировать денежно-кредитную политику. В отличие от сложных кейнсианских макроэкономических моделей, включавших десятки уравнений и величин, в монетаризме используют несколько простых уравнений, что, безусловно, облегчает и упрощает работу экономистов центрального банка. Во-вторых, денежные агрегаты сигнализируют о намерениях денежных властей. Денежные агрегаты рассматриваются как функция от переменных текущих и «дисконтированных» ожидаемых макроэкономических фундаментальных факторов. Центральный банк обладает более полной информацией в сравнении с остальными игроками рынка в силу точного экономического прогноза (основанного на закрытой или более ранней информации), либо из-за того, что он имеет «инсайдерскую» информацию о будущей денежно-кредитной политике. Изменяя денежные агрегаты, центральный банк тем самым, сигнализирует рынку о своих намерениях или выдает скрытый прогноз о дальнейшем изменении ситуации. Наконец, в третьих, денежные агрегаты используются в качестве инструмента денежно-кредитной политики. Если следовать сент-луисской модели, центральный банк, манипулируя денежными агрегатами, может влиять на экономический рост, инфляцию и безработицу.

Первым шагом центральных банков в применении монетаристской теории на практике стало включение анализа денежных агрегатов в эконометрические модели. С 1966 г. Федеральный комитет по операциям на открытом рынке ФРС США начал изучать динамику денежных агрегатов в целях повышения эффективности интервенций на рынке казначейских обязательств. Затем денежные агрегаты стали эксплуатировать и в двух других направлениях. Распад Бреттон-Вудской системы как нельзя более способствовал распространению монетаристской концепции в денежно-кредитной сфере - отказ от таргетирования валютного курса подтолкнул денежные власти к пересмотру операционного инструментария центрального банка. В 1970-х гг. ФРС США под руководством Артура Бёрнса выбрала в качестве промежуточной цели агрегат M1, а в качестве тактической цели – процентную ставку по федеральным фондам. За Соединенными Штатами последовали и страны Европы. Германия, Франция, Италия, Испания и Великобритания сначала неофициально, а затем и публично начали объявлять количественные ориентиры прироста денежной массы. Вместе с тем в Старом Свете в 1979 г. пришли к соглашению о создании Европейской Валютной Системы, в рамках которой страны-участницы удерживали курсы своих национальных валют в определенных пределах. По сути дела крупнейшие страны Европы проводили двойное таргетирование – валютного курса и денежного предложения. Для небольших открытых экономик Бельгии, Люксембурга, Ирландии и Дании валютный курс был более важен с макроэкономической точки зрения, и они таргетировали только его. Большинство развивающихся стран продолжало привязывать курсы своих валют к одной из ключевых валют (как правило, это был доллар США или французский франк) или к корзине валют. В 1975 г. порядка 87% развивающихся стран поддерживали некоторую разновидность фиксированного курса.

Несмотря на официальное следование монетаристской парадигме, центральные банки большинства развитых стран де-факто всерьез не воспринимали ее как руководство к действию. Ни одна страна строго не придерживалась ни поставленных ориентиров, ни денежного таргетирования как единственной политики центрального банка. Например, США, Канада и Великобритания таргетировали сразу несколько агрегатов (в надежде достичь хотя бы один ориентир), не объявляли регулярно о поставленных количественных целях, использовали искусственные средства для сдерживания роста целевого агрегата и допускали большое отклонение от ориентира, не пытаясь восстановить исходные позиции. По выражению М. Фридмана, *«денежные ориентиры были скорее оконной шторой, скрывававшей происходящее в денежно-кредитной политике, нежели ее четкими принципами»*¹³.

После всего нескольких лет применения денежного таргетирования многие экономисты пересмотрели свое отношение к ориентирам прироста денежной массы. По мнению критиков, политика таргетирования, проводимая ФРС США, стала самоцелью, вместо того, чтобы

¹³ Friedman M. Monetary policy: Theory and practice // Journal of Money, Credit, and Banking, 1982. - №14, pp. 98–118.

следовать экономическим потребностям страны. В 1979 г. на пост главы ФРС США вступил Пол Волкер, после чего начались события, названные Карлом Брюннером «монетаристским экспериментом». Хотя изменения в американской денежно-кредитной политике и проходили под вывеской монетаризма, в действительности они были далеки от канонической денежной теории. Пол Волкер проработал в ФРС США всю свою жизнь и никогда не был поклонником монетаризма. Первым шагом, который сделал Волкер в новой должности, был переход к **таргетированию незаимствованных резервов** (nonborrowed reserves targeting)¹⁴. Политика Волкера принесла быстрый успех: инфляция сократилась с двухзначных до однозначных цифр. Однако начиная с 1981 г. скорость денежного обращения стала демонстрировать непредсказуемое поведение, в результате чего ФРС отказалась от таргетирования незаимствованных резервов в пользу **таргетирования заимствованных резервов** (borrowed reserves targeting). К началу 1980-х гг. из-за финансовых инноваций и дерегулирования рынка, которые обрекали денежное таргетирование на хронический провал, большинство стран отошло от практики установления целевых ориентиров прироста денежной массы. Место целевого ориентира заняла процентная ставка. Как выразился управляющий Банка Канады Джон Кроу, *"мы не отказались от денежных агрегатов, они отказались от нас"*¹⁵.

От денежного к инфляционному таргетированию

На смену монетаристской политике пришло таргетирование инфляции. Оно зародилось на пересечении двух неотеорий – неоклассики и неокейнсианства как ответ на потерю эффективности таргетирования денежных агрегатов. Точный ответ на вопрос, кто явился создателем новой концепции, вряд ли можно найти – истоки таргетирования инфляции теряются в истории, ни один исследователь не называет имени автора идеи. Тем не менее, я полагаю, им следует считать известного шведского экономиста Кнута Викселя (1851-1926 гг.), занимавшегося теорией капитала, цен и заработной платы. В 1896 г. К. Виксель на встрече в Шведской Экономической Ассоциации впервые озвучил идею о том, что стабилизация уровня цен должна выступить главной целью политики центрального банка. Напомню, что в то время ни у кого не вызывало сомнения, что центральный банк должен стабилизировать валютный курс по отношению к цене на золото, а не потребительские цены. Идеи К. Викселя не вызвали большой поддержки вплоть до 1914 г., когда начались проблемы с золотым стандартом, и уже в 1931 г. шведский Риксбанк использовал идеи экономиста в программе стабилизации цен. С тех пор экономическая теория претерпела множество изменений, но базовые идеи К. Викселя сохранились, заложив фундамент инфляционного таргетирования.

Инфляционное таргетирование означает выбор определенного значения инфляции в качестве целевого ориентира и использование операционного инструментария центрального банка, чаще всего процентных ставок, для достижения инфляционной цели, за которую власти несут ответственность¹⁶. Центральный банк стремится в рамках целевой функции минимизировать отклонения переменных инфляции и ВВП от оптимального значения. Целевая функция, в свою очередь, основывается на модели экономики, учитывающей контрольный лаг денежно-кредитной политики, через который применение инструмента центрального банка сказывается на совокупном спросе и предложении. Сама денежно-кредитная политика может описываться функцией ответной реакции центрального банка, которая показывает, каким образом он должен оптимально реагировать на изменение наблюдаемых переменных, чтобы добиться выполнения поставленных задач.

¹⁴ Заимствованные резервы – резервы, которые банки получают от ФРС США через дисконтное окно в виде ссуд. Незаимствованные резервы равны разнице между суммарными и заимствованными резервами. Они образуются за счет продажи банками ФРС США казначейских обязательств.

¹⁵ Mishkin Frederic S. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Institute for International Economic Studies, Stockholm University, 1998. p.14.

¹⁶ Подробнее см. Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // Вопросы экономики, 2000. - №9, с.88-105. Моисеев С.Р. Критерии выбора инфляционного таргетирования // Банковские услуги, 2001. - №10, с. 14-21. Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование. Теория, практика и возможности применения в развивающихся странах // Банковское дело, 1999. - №10, с.2-7.

С конца 1980-х гг. около десятка промышленно развитых стран решили перейти на инфляционное таргетирование. Первыми стали Новая Зеландия и Канада, затем к ним присоединились Великобритания, Финляндия, Швеция, Австралия и Испания. С 1999 г. инфляционное таргетирование использует Европейский Центральный Банк. Причиной выбора центральными банками перечисленных стран стал неудачный опыт таргетирования денежных агрегатов или поддержания фиксированного валютного курса. В Новой Зеландии и Канаде инфляционное таргетирование первоначально использовалось для сокращения темпов инфляции, которая в этих странах в 1980-х гг. по меркам западных стран была достаточно высокой. Поскольку опыт борьбы с инфляцией оказался вполне успешным, остальные страны переняли инструментарий инфляционного таргетирования, несмотря на то, что темпы инфляции у них были сравнительно низкими. Что касается развивающихся стран, то можно выделить три причины, почему власти решили сменить режима денежно-кредитной политики: валютный кризис (две страны), эволюция стабилизационной программы на базе фиксированного валютного курса (четыре страны) и потеря эффективности денежного таргетирования (семь стран)¹⁷.

С середины 1990-х гг. таргетирование инфляции начало триумфальное шествие по миру. К началу 2002 г. на него перешло восемь промышленно развитых стран, зона евро, одиннадцать развивающихся стран и две страны с переходной экономикой (см. табл. 1). И это не считая остальные четыре десятка стран, куда входит также США, которые используют смешанные режимы таргетирования, включающие целевые ориентиры инфляции. Ожидается, что в ближайшие годы на таргетирование инфляции переключится еще ряд стран. В Банке России полагают, что рано или поздно мы тоже введем этот режим денежно-кредитной политики.

Таблица 1.

Хроника перехода на инфляционное таргетирование.

Время	Страна или группа стран
1990 год	Новая Зеландия
1991 год	Канада
1992 год	Великобритания
1993 год	Финляндия, Швеция, Австралия
1994 год	Испания, Перу
1997 год	Израиль (1992), Чехия
1998 год	Южная Корея, Польша
1999 год	Евросона, Чили (1990), Бразилия, Индонезия
2000 год	ЮАР, Таиланд, Швейцария
2001 год	Норвегия, Колумбия, Мексика, Филиппины
В перспективе	Япония, Турция, Россия, Венгрия, Словакия

В скобках указан первый год использования инфляционного ориентира в качестве дополнительной промежуточной цели денежно-кредитной политики.

Коллизии «прагматичного монетаризма»

В настоящее время во всем мире число стран, продолжающих придерживаться денежного таргетирования, включая Россию¹⁸, не превышает тридцати. В качестве эталона денежного таргетирования считается политика, проводимая немецким Бундесбанком. Начиная с 1975 г. после распада Бреттон-Вудской системы Бундесбанк придерживается политики денежного таргетирования. До 1988 г. в качестве целевого ориентира служила денежная база, а после – агрегат МЗ. Только в 54% случаев центральный банк сумел достичь поставленных целей. В среднем доля успешных случаев достижения целевого ориентира в странах,

¹⁷ Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование в развивающихся и переходных экономиках // Бизнес и банки, 2001. - №27-28.

¹⁸ Официально Банк России придерживается денежного таргетирования. Однако систематическое несоблюдение поставленных промежуточных целей позволяет говорить о том, что денежное таргетирование ЦБ РФ носит исключительно формальный характер. В действительности Центральный Банк РФ использует некий аморфный подход к реализации своей политики, который в экономической теории носит название "денежно-кредитная политика с неявным якорем". Подробнее см. Моисеев С.Р. Что кроется в "черном ящике" Банка России? // Бизнес и банки, 2000. - №48, с.1-2.

придерживающихся инфляционного таргетирования более десяти лет, составляет 88%¹⁹. К числу наиболее неблагоприятных факторов, препятствовавших успешному проведению денежного таргетирования в Германии, следует отнести дисторсии на кредитном рынке, изменение валютного курса и корректировки налогового законодательства. Характерно, что систематические неудачи стали преследовать Бундесбанк с середины 1980-х гг., когда финансовая система страны начала интенсивно развиваться. С 1999 г. Немецкий Федеральний Банк прекратил публично объявлять целевые ориентиры прироста М3, поскольку ответственность за проведение денежно-кредитной политики перешла к Европейскому Центральному Банку. Он, в свою очередь, является сторонником политики двойного таргетирования. В настоящее время Бундесбанк придерживается позиций т.н. «прагматичного монетаризма», в его денежно-кредитный анализ включается оценка консолидированного баланса банковского сектора. По сути дела можно говорить о том, что Немецкий Федеральний Банк перешел от таргетирования денежных агрегатов к таргетированию кредитных агрегатов банковского сектора. Тенденцию отхода от канонического денежного таргетирования можно отметить и в других странах.

Следующим за немецким Бундесбанком «консервативным почитателем» денежного таргетирования общепринято считать Швейцарский Национальный Банк. Однако в конце 1999 г. он принял решение сменить денежное таргетирование на таргетирование инфляции – максимальная корреляция между приростом денежной массы и инфляцией снизилась с 0,6 до 0,4. В настоящее время центральный банк Швейцарии рассматривает ранее таргетировавшийся агрегат М3 только как информационную переменную, характеризующую долгосрочные тенденции в экономике страны. С июля 2000 г. ФРС США объявила об окончательном отказе от назначения целевых ориентиров денежной массы в связи с тем, что на протяжении многих лет они оказались бесполезными для денежно-кредитной политики. В Японии после длительного периода экономической стагнации, продолжающейся с 1990 г., правительство совместно с центральным банком рассматривает возможность использования вместо денежного таргетирования, которое прекратило себя оправдывать, на таргетирование инфляции. С конца 2001 г. в японском парламенте находится на изучении соответствующий законопроект. Среди центральных банков экономически развитых стран только Банк Франции и Банк Италии официально продолжают оставаться приверженцами денежного таргетирования. Однако в действительности проводимую ими политику денежным таргетированием можно назвать с большой долей условности.

Столкнувшись с проблемой низкой эффективности денежного таргетирования, Банк Франции в 1994 г. объявил о смене целевого ориентира с М2 на М3. Кроме того, Банк Франции значительно увеличил число целевых ориентиров, к которым стал относиться даже совокупный внутренний долг. Для усиления денежно-кредитного анализа были разработаны новые классификации макроэкономических агрегатов. Структура денежных агрегатов была пересмотрена и дополнена агрегатом М4 (М3 + казначейские векселя, коммерческие векселя и среднесрочные ноты, эмитируемые нефинансовыми корпорациями). Кроме того, была разработана классификация инвестиционных агрегатов, дополняющие классические денежные агрегаты. Обе разновидности агрегатов покрывают весь возможный спектр инструментов, которые могут выступить субститутами традиционных денег. Банк Франции рассматривает их в качестве индикаторов мониторинга, которые дополняют классический целевой ориентир.

Наконец, какой политики придерживается Банк Италии? В 1980-х гг. он успешно таргетировал М2, однако в 1990-х гг. из-за изменения структуры экономики и финансового сектора, повлиявшей на денежный спрос, корреляция М2 с ценами заметно снизилась. Банк Италии вышел из трудного положения тем, что начал на различных отрезках времени менять веса переменной М2 в составе уравнения экономики, используемом в денежно-кредитном анализе. Тем самым ему удалось «сохранить лицо», однако в действительности от проблемы низкой эффективности денежно-кредитной политики центральный банк не избавился – фактические и проектные темпы прироста М2 в 1990-х гг. еще ни разу не совпадали.

¹⁹ Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование: оценка конкурентных преимуществ // Бизнес и банки, 2002. - №9, с.4-5.

Таким образом, можно констатировать отказ от денежного таргетирования в экономически развитых странах. Большинство центральных банков из рассмотренных стран сменило денежное таргетирование на таргетирование инфляции. Остальные центральные банки, к которым относятся немецкий Бундесбанк и Банк Франции, расширили таргетирование денежных агрегатов. Вместо целевых ориентиров денежной массы они назначают ориентиры денежных субститутов. Фактически можно говорить о возникновении нового явления в денежно-кредитной политике – **инвестиционно-кредитном таргетировании**.

Что осталось от монетаризма?

К началу 2000-х гг. от бывшего величия монетаризма не осталось и следа. Из аналитики большинства центральных банков исчезли денежные агрегаты, а в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики денежное предложение не играет независимой роли. В макроэкономических моделях, используемых монетарными властями, инфляция, ВВП и безработица не определяются денежным предложением. Нельзя сказать, что инфляция больше не зависит от денежного предложения, однако дни, когда государственные расходы финансировались за счет денежной эмиссии или происходила денежная «накачка» экономики для стимулирования ее роста давно ушли в прошлое. В настоящее время сеньораж может быть использован как чрезвычайный источник дохода только в случае внезапного кризиса или угрозы национальной безопасности. По этой причине в наши дни динамика цен определяется денежным предложением только в странах, имеющих недоразвитые финансовые системы или страдающих от гиперинфляции. Теперь инфляция в развитых странах зависит от других немонетарных факторов, таких как валютный курс, избыток совокупного спроса, изменения в косвенных налогах и т.д. Снижение детерминирующей роли денег можно засвидетельствовать также и у современных апологетов монетаризма. В частности, в моделях Беннета МакКаллама, профессора Уиверситета Карнеги-Меллона, денежные агрегаты в известном уравнении спроса на деньги служат лишь вспомогательным средством управления процентной ставкой. Как замечает Аллан Мелтцер, глава Консультативной Комиссии Конгресса США по международным финансовым организациям, *«большинство работающих экономистов, большинство специалистов центральных банков и рыночных практиков не используют темпы прироста денежной массы в прогнозировании инфляции»*²⁰.

В настоящее время центральные банки предпочитают использовать модели таргетирования инфляции, такие как, например, модель Рудебуша-Свенссона. В них номинальная процентная ставка является инструментом центрального банка, а сам он стремится минимизировать колебания цен и ВВП. Это простейшая модель, включающая всего два уравнения, - функцию совокупного спроса и кривую Филлипса, - полностью описывает экономику, в результате чего уравнение спроса на деньги и условие равновесия денежного рынка становятся лишними. Совокупный спрос описывается через IS-функцию, аналог IS-кривой в модели IS-LM. В зависимости от неоклассического или неокейнсианского подхода спецификация моделей различается, но незначительно. Неокейнсианские модели являются инерционными (backward-looking model) из-за того, что они включают в себя лаги. В неоклассических моделях учитываются ожидания экономических агентов, в результате чего они носят перспективный характер (forward-looking model). Общей особенностью обоих типов моделей является то, что совокупный спрос в них определяется как функция от процентной ставки и денежные агрегаты или денежные остатки отсутствуют. Второе уравнение модели, - кривая Филлипса, - может представлять собой функцию, комбинирующую рациональные и адаптивные ожидания. С ее помощью или на основе атеоретического подхода²¹ прогнозируется предстоящая инфляция.

²⁰ Meltzer A. The transmission process. Carnegie-Mellon University. Manuscript, 1999. Цит. по: Hafer R. What Remains of Monetarism? // Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 2001. - №4, p. 20.

²¹ См. Моисеев С.Р. Аналитика центральных банков: обзор эконометрических моделей // Финансы и кредит, 2000. - №11, с.119-124.

В то же время деньги как экономическая переменная вовсе не ушла из денежно-кредитного анализа. Несмотря на отсутствие достоверной связи между деньгами и инфляцией динамика денежной массы продолжает оставаться в сфере внимания органов денежно-кредитного регулирования. Тем самым экономисты центральных банков следуют наставлениям М.Фридмена, который полагал, что *«денежные агрегаты могут играть важную роль экономического показателя, даже если они не играют структурной или причинной роли в инфляционном процессе или трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики»*²². Однако какова эта роль? В настоящее время денежные агрегаты рассматриваются как **суммарная информация** о развитии детерминант спроса на деньги. Кроме того, динамика денежных агрегатов служит **дополнительной информацией** о будущем изменении цен, которая пополняет анализ других макроэкономических переменных. Одним словом, центральные банки, включая такие учреждения как ФРС США, Швейцарский Национальный Банк, Банк Италии, считают денежные агрегаты уже не операционной переменной, а лишь **информационным индикатором**.

В то же время монетаризм сохранил за собой несколько теоретических «бастионов», которые, по-видимому, останутся за ним навсегда. Во-первых, применение правил денежно-кредитной политики²³ вне зависимости от их спецификации или обоснование любой пассивной экономической политики основывается на выкладках М. Фридмена о лагах. Во-вторых, сейчас ни у кого не вызывает сомнения, что именно денежно-кредитная политика, а не налогово-бюджетная является главным средством краткосрочной экономической стабилизации. Наконец, в третьих, денежные агрегаты продолжают быть «службой» политики управления краткосрочной номинальной процентной ставкой. Фактически монетаризм вернулся на позиции, на которых он находился в 1960-х гг., когда никакой другой ролью кроме роли информационной переменной денежное предложение не наделялось.

²² Friedman M. Monetary policy: Theory and practice. Op. cit.

²³ Правило денежно-кредитной политики (monetary policy rules) - функция ответной реакции центрального банка, в соответствии с которой инструмент денежно-кредитной политики отвечает на изменения нескольких ключевых экономических переменных.