

Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики

Опубликовано “Банковское дело” №5, 2001, с.2-6.

Все чаще в прессе и экономической литературе встречаются термины «открытость», «транспарентность». Однако очень редко когда разъясняется их полный смысл и теоретическая концепция, стоящая за ними. Что такое открытость и транспарентность центрального банка, зачем она нужна – этим вопросам и посвящена публикация.

Последние годы к теме транспарентности центрального банка проявляется широкий интерес. В ряде центральных банков ведущих стран, включая Европейский Центральный Банк, Банк Англии, шведский Риксбанк, была проведена серия исследований экономических эффектов открытости и транспарентности. Интерес к теме вызван, во-первых, растущей независимостью центральных банков и, соответственно, увеличившимися требованиями к подотчетности денежных властей. А во-вторых, обострением проблемы ожиданий экономических агентов, в частности, на финансовых рынках. Колебания в ожиданиях нередко препятствуют проведению оптимальной денежно-кредитной политики и, считается, что повышенная транспарентность центрального банка придаст больше доверия к его политике и позволит сделать ее более эффективной.

Проблема открытости и транспарентности денежно-кредитной политики поднимается в связи с возросшей независимостью центральных банков и повышающимися требованиями к их подотчетности, а также нестабильностью финансовых рынков, которые в силу слабой открытости денежных властей мало им доверяют.

Современная концепция открытости и транспарентности опирается на **гипотезу рациональных ожиданий**, «отцом» которой является Роберт Лукас, профессор Чикагского Университета. В 1976 г. Р.Лукас написал свою самую известную работу «Эконометрическая оценка политики: критика». В ней он высказал мнение, что ожидания экономических агентов учитывают предполагаемые действия властей. По оценке Р.Лукаса традиционные методы анализа экономической политики недостаточно принимают во внимание воздействие политики на ожидания. Критика традиционного подхода к принятию решений, основанного на прошлой динамике событий, получила название **Критика Лукаса**. В 1995 г. Р.Лукасу была присуждена нобелевская премия за «развитие гипотезы рациональных ожиданий и ее применение в макроэкономическом анализе». Критика Лукаса привела к возникновению новой классической теории макроэкономики, базирующейся на рациональных ожиданиях. Теория утверждала, что агенты могут предвидеть дальнейшую денежно-кредитную политику и принимать ответные меры, в результате чего действия центрального банка не будут иметь эффекта на экономику. Разработка гипотезы рациональных ожиданий имела далеко идущие последствия для денежно-кредитной политики. Финн Кидлэнд и Эдвард Прескотт, учтя Критику Лукаса, создали **модель предусмотрительного поведения** (forward-looking behavior model). Согласно ей, денежно-кредитная политика способна оказывать реальный краткосрочный эффект только при условии, что действия властей несистематичны и неожиданны. В 1983 г. работа Ф.Кидлэнда и Э.Прескотта была завершена Робертом Бэрроу и Дэвидом

Гордоном, которые создали **модель временной несогласованности денежно-кредитной политики** (time-inconsistency model). Модель заключала, что несистематичная политика будет непоследовательной и стимулировать инфляцию. Дебаты среди экономистов завершились консенсусом, что конечной целью денежно-кредитной политики должна быть не краткосрочная, а долгосрочная стабилизация.

Так же как поведение экономических агентов нивелирует краткосрочные эффекты денежно-кредитной политики, их ожидания могут способствовать более эффективной политике центрального банка. Когда финансовые рынки понимают цели денежно-кредитной политики, а также стратегию и тактику денежных властей, их ожидания будут способствовать успешному выполнению центробанком своей задачи. Например, зная о среднесрочной угрозе инфляции, участники финансового рынка автоматически ожидают увеличения ставки рефинансирования как в реальном, так и в номинальном выражении. В результате кратко- и среднесрочные рыночные ставки вырастут, что окажет рестриктивное воздействие на экономику, и будет способствовать поддержанию центральным банком стабильных цен. Само же ужесточение денежно-кредитной политики может и не понадобиться – рыночные ожидания сами скорректируют ситуацию. Для того, чтобы саморегулирующаяся система нормально работала в положительном направлении, необходима открытость, транспарентность денежно-кредитной политики и доверие к властям.

Гипотеза рациональных ожиданий, отражающая критику Лукаса, предполагает, что если экономические агенты доверяют денежно-кредитной политике благодаря открытости и транспарентности центрального банка, их действия будут способствовать эффективному и легкому достижению денежными властями своих долгосрочных целей, в частности, стабильности цен.

Что же собой представляет **открытость** (openness)? Под ней понимается степень раскрытия информации. Однако центральный банк может обнародовать информацию, которая не всегда понятна. В таком случае используют более сложный термин **транспарентность** (transparency). Чаще всего под транспарентностью подразумевают понятность, ясность происходящего процесса или структуры объекта. Иными словами, речь идет о достаточности точной информации, степени обработанности данных, на основе которых экономические агенты формируют свое поведение и ожидания. Иногда транспарентность противопоставляют **неопределенности** (uncertainty), которая моделируется как «шум», с точки зрения сигналов, получаемых экономическими агентами. Считается, что транспарентность помогает принимать более адекватные решения и чем она выше, тем лучше. В практических целях различается несколько видов открытости в денежно-кредитной политике, каждый из которых может за собой влечь соответствующий вид транспарентности:

- открытость целей экономической политики (*политическая открытость*);
- раскрытие информации об экономических данных, моделях и прогнозах (*экономическая открытость*);
- информация о стратегии и тактике денежно-кредитной политики, механизме принятия решений (*процедурная открытость*);
- открытость информации о вмешательстве центрального банка на рынке и ошибках регулирования (*рыночная открытость*).

Взаимосвязь видов открытости в денежно-кредитной политике представлена на рисунке.

Открытость подразумевает доступность информации, а транспарентность – ее понятность.

Первым концепцию прозрачности денежно-кредитной политики выдвинул экономист Федерального Резервного Банка Ричмонда (США) Марвин Гудфрэнд. Его открытость и прозрачность были *политическими и процедурными*. Представленные М.Гудфрэндом аргументы начали использоваться с конца 1980-х гг. ФРС США для обоснования публикации протоколов и директив Федерального Комитета по Открытому Рынку. М.Гудфрэнд однозначно отверг всякие доводы в пользу закрытости и секретности центрального банка. Обнародование информации должно снижать асимметрию информации и рыночную неопределенность. В основе предположений М.Гудфрэнда лежали гипотеза рациональных ожиданий и информационная эффективность финансового рынка. Повышенная прозрачность должна уменьшать ошибки прогнозирования и улучшать благосостояние общества. В противном случае, фрагментарность информации может дестабилизировать финансовый рынок и увеличить волатильность процентных ставок. *Политическая открытость* была также проанализирована экономистами Банка Англии К.Ноланом и Э.Шалингом. Они показали, что снижение неопределенности о предпочтениях центрального банка уменьшает инфляционное смещение, т.е. ценовую инерцию¹.

О.Иссинг, входящий в правление Европейского Центрального Банка (ЕЦБ), изучил *процедурную открытость*, в частности, обнародование стенограмм заседаний комитетов центробанка². Это и аналогичные ему исследования говорят в пользу прозрачности денежно-кредитной политики, поскольку она в целом увеличивает благосостояние общества. Шведские экономисты Дж.Фауст и Л.Свенссон занимались изучением *рыночной открытости*. Они выделили несовершенство денежно-кредитного регулирования и рыночную прозрачность. Последняя моделировалась как степень, с которой центральный банк раскрывает информацию об ошибках регулирования. Анализ Дж.Фауста и Л.Свенссона показывает, что прозрачность, по их выражению, «почти всегда» выгодна обществу, однако она часто не выгодна центральному банку, который предпочитает действовать по собственному усмотрению, стремясь к неизвестным обществу специфическим целям денежно-кредитной политики.

Экономисты финского центрального банка Дж.Таркка и Д.Майес рассматривали различные типы *экономической открытости* и акцентировали свое внимание на неопределенности ожиданий. В их модели общество не только не осведомлено о предпочтениях центрального банка, но также ничего не знает об оценке центральным банком инфляционных ожиданий самого общества. Публикация прогнозов денежных властей служит средством коммуникации, устраняет неопределенность и повышает предсказуемость денежно-кредитной политики.

Однако существует и противоположное мнение. Предметом изучения А.Цукермана была публикация прогнозов центрального банка, т.е. *экономическая открытость*. Он пришел к выводу, что обнародование прогнозных данных видоизменяет асимметрию информации о шоках и снижает благосостояние. Прогнозы включаются агентами в инфляционные ожидания, что уменьшает способность денежных властей стабилизировать ВВП и шоки предложения³. В основе моделирования А.Цукермана лежала критика Лукаса, из-за чего выводы Цукермана можно поставить под сомнение.

К началу 2000-х гг. Критика Лукаса была существенно пересмотрена и... в свою очередь, подвергнута критике. Такие всемирно известные специалисты как Ларс Свенссон, Гленн Рудебуш, Джон Тэйлор на теоретическом уровне доказали, что поведение, основанное на прошлой динамике (*backward-looking behavior*), лучше подходит для

¹ Nolan C. and Schaling E. Monetary Policy uncertainty and central bank accountability. Bank of England Working Paper №54, 1996

² Issing O. The eucrosystem: transparent and accountable, or "Willem in Euroland" // «Journal of Common Market Studies», 1999. - №37, pp. 503-519.

³ Cukeirman A. Accountability, credibility, transparency and stabilization policy in the Eucrosystem. Mimeo, Tel-Aviv University, 1999.

моделирования реальной экономики, чем поведение, ориентированное на будущее (forward-looking behavior). Артуро Эстрелла и Джеффри Фюрер в 1999 г. на эмпирическом уровне подвергли тестированию Критику Лукаса⁴. По их оценке, предусмотрительное поведение не находит практического подтверждения. К настоящему времени большинство исследователей склоняются к тому, что гипотеза рациональных ожиданий на практике несостоятельна. Однако, по всей видимости, академические дебаты будут продолжаться еще очень долго. Как следует из последней работы 2000 года шведского Риксбанка «Тестирование Критики Лукаса: количественное исследование», для полноценного опровержения гипотезы рациональных ожиданий потребуется обширная статистическая выборка за двести лет наблюдений⁵.

В одной из последних работ ЕЦБ П.Гераатс, как и Цукерман, изучала эффекты открытости экономических прогнозов. С использованием гипотезы рациональных ожиданий она пришла к противоположным выводам: открытость позволяет улучшить репутацию центрального банка, снизить инфляционное смещение и повысить гибкость реакции на шоки⁶. Гераатс предложила ЕЦБ публиковать внутренние прогнозы по зоне евро. Примечательно, что после обсуждений на конференции «Проведение денежно-кредитной политики в условиях неопределенности» ЕЦБ принял решение в январе 2001 г. представить общественности полную спецификацию используемой им структурной макроэкономической модели еврозоны⁷.

Какие же выводы можно извлечь из исследовательской работы? К сожалению, немногие. Во-первых, большинство работ констатируют следующие экономические выгоды открытости и транспарентности: увеличение благосостояния общества, снижение неопределенности и асимметрии информации, уменьшение инфляционного смещения, повышение гибкости реакции на шоки и, наконец, улучшение репутации центрального банка. Однако, несмотря на интуитивное одобрение любой транспарентности властей, встречаются также исследования в пользу закрытости и секретности центрального банка. Аргументы pro et contra зависят, в основном, от используемого типа моделей. Такое положение дел, к сожалению, не позволяет однозначно сказать «да» или «нет» открытости и транспарентности.

Во-вторых, доводы против транспарентности обычно появляются тогда, когда исследователь в качестве конечной цели денежно-кредитной политики выбирает экономический рост, а не стабильность цен. Это определяет наличие стимулов у центрального банка создавать неожиданную инфляцию, с помощью которой будет «подстегиваться» экономический рост. Опять возникает проблема временной несогласованности денежно-кредитной политики. Если центральный банк добивается экономического роста, тогда он не заинтересован ни в открытости, ни транспарентности - власти делают выбор в пользу гибкости денежно-кредитной политики по отношению к шокам.

В третьих, открытость должна, по идее, устранять асимметрию информации, однако исследования ничего не говорят об оптимальной степени открытости. Эту проблему наиболее точно озвучил президент ЕЦБ В. Дуйзенберг: *"... публикация прогноза инфляции должна не затемнять, а разъяснять действия Совета Управляющих. Обществу необходимо предоставить единственный прогноз, обобщающий тщательный и исчерпывающий анализ большого числа показателей. Однако такое резюмирование приводит к неизбежному упрощению. Кроме того, в связи с тем, что публикация*

⁴ Arturo E. and Fuhrer J. Are 'Deep' Parameters Stable? The Lucas Critique as an Empirical Testable Hypothesis. FRB of Boston Working Paper №99-4, 1999.

⁵ Linde J. Testing for the Lucas Critique: a Quantitative Investigation. Sveriges Riksbank Working Paper №113, 2000.

⁶ Geraats P. Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts. ECB Working Paper №41, 2001.

⁷ Fagan G, Henry G. and Mestre R. An Area-Wide Model (AWM) for the euro area. ECB Working Paper №42, 2001.

*единственного прогноза инфляции, вероятно, будет стимулировать мнение, что денежно-кредитная политика механистически стремится реализовать прогноз, его опубликование может ввести общество в заблуждение, и, следовательно, противоречит принципу транспарентности*⁸

К сожалению, теоретические исследования проблем открытости и транспарентности мало что дают в практическом плане. Гипотеза рациональных ожиданий не находит эмпирических подтверждений, что ставит под сомнение всю современную концепцию транспарентности центрального банка.

Иными словами, помимо общих рассуждений о выгодности открытости и транспарентности, научные исследования мало что дают, и их практическая значимость невелика. Неужели экономическая теория таки не проясняет проблемы? Если следовать гипотезе рациональных ожиданий, картина получается достаточно красивая. Открытость и транспарентность позволяют «якорить» ожидания экономических агентов, которые действуют рационально и помогают достичь центральному банку своих целей. Благодаря Критике Лукаса в экономической науке возникли три расхожие истины, условно названные **народной теоремой** (folk theorem):

1. повышенная транспарентность улучшает доверие к властям и способствует лучшим результатам денежно-кредитной политики;
2. центральный банк с низким доверием вынужден проводить более рестриктивную денежно-кредитную политику;
3. денежные власти, обладающие высоким доверием общества, гибче реагируют на шоки.

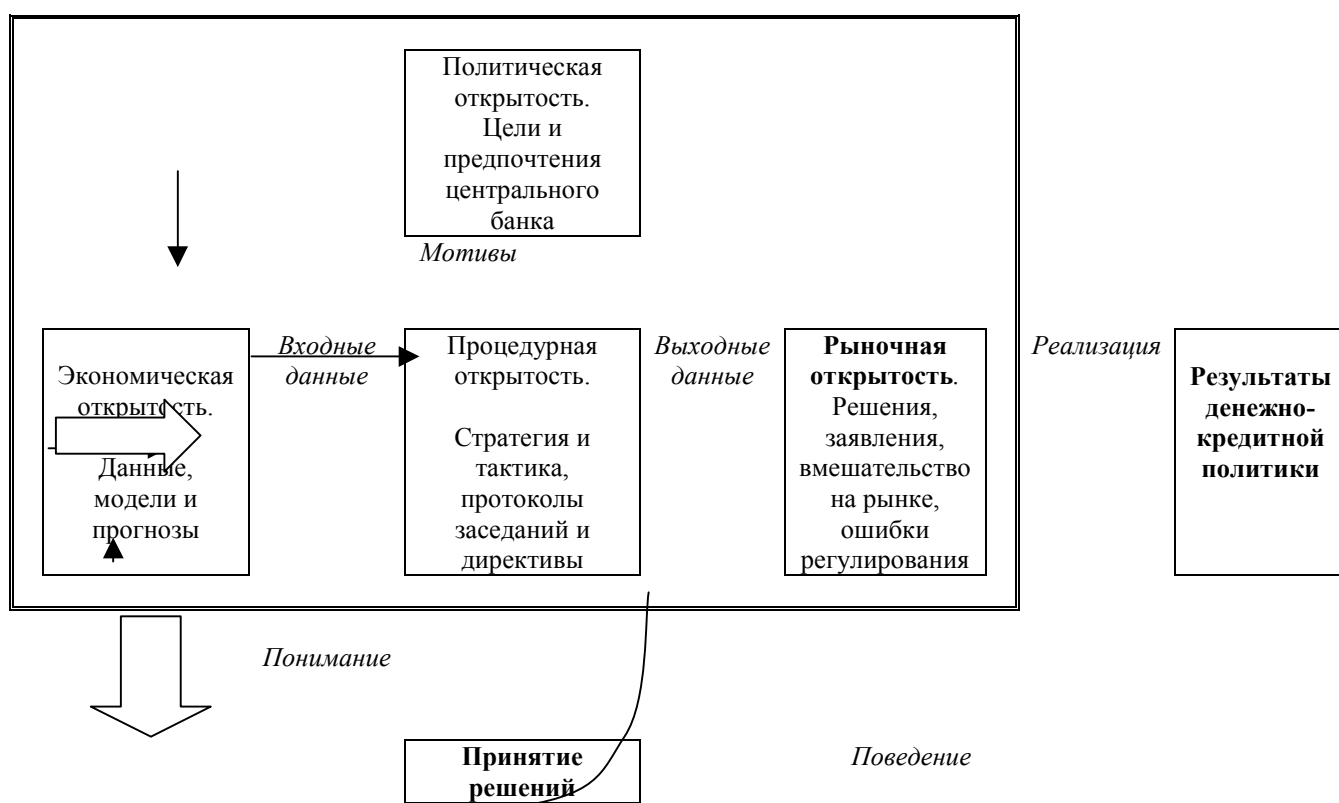
Однако при всей идеальности теории, используемой современными экономистами-монетаристами, сторонниками *laissez-faire*, гипотеза рациональных ожиданий – лишь теоретический вымысел. Безусловно, она весьма полезна для абстрактного моделирования, но ее практическая применимость крайне мала. Так что же, неужели центральному банку не нужна ни открытость, ни транспарентность? Ответ не будет однозначным. Конечно, открытость и транспарентность денежно-кредитной политики необходима для подотчетности центрального банка. А выбор между средней и высокой транспарентностью не представляется сделать возможным с точки зрения экономических последствий. Участники финансовых рынков весьма далеки от рационального поведения, приписываемого им новой классической теорией. Достаточно вспомнить о стадном поведении, манипулировании рынком, извечной асимметрии информации, чтобы понять, что рынок вне зависимости от уровня транспарентности центрального банка будет вести себя иррационально. К сожалению, в мире сейчас господствует рациональный рыночный фундаментализм, и гипотеза иррациональных ожиданий находится только на стадии разработки. Однако существует теория валютных кризисов, которая говорит о самореализующихся ожиданиях и спонтанных кризисах, вызванных мало объяснимым стадным инстинктом инвесторов. В экономико-математическом моделировании такое поведение имитируется с помощью множественного равновесия. Например, теория рефлексивности, предложенная Дж. Соросом, представляет собой типичное множественное равновесие рынка, когда мнение агентов о состоянии рынка при любом раскладе сил не отражает реального положения дел.

Вместо рационального поведения рынок демонстрирует иррациональность. Его участники действуют пристрастно и их пристрастия влияют на ход событий, ошибочные ощущения подпитывают сами себя – вот природа иррационального поведения, для которого открытость денежно-кредитной политики не имеет большого значения.

⁸ Duisenberg Willem F. “The ESCB’s Stability-Oriented Monetary Policy Strategy”. Speech in Dublin, November 10, 1998. <http://www.ecb.int>.

Сейчас МВФ предпринимаются попытки утвердить стандарт повышенной информационной открытости, которая, по мысли либералов, видоизменит иррациональное поведение на рациональное. Однако, на мой взгляд, это говорит лишь о непонимании самой природы иррационального поведения, которое с помощью стандарта раскрытия информации никак не устранить. Если в корне субъективное поведение экономических агентов нельзя изменить, то добиваться стоит не повышенной транспарентности, а более аккуратного регулирования рынка, например через высокие нормативные требования к финансовым учреждениям. Центральному банку же имеет смысл остановиться на варианте высокой открытости и транспарентности. Речь не идет об экстремальной открытости, когда обществу доступна вся внутренняя документация властей. Однако всесторонняя открытость (процедурная, рыночная и т.д.), такая, которой придерживаются Чешский Национальный Банк и Банк Англии, очень полезна. Можно назвать, по крайней мере, три выгоды от открытости, которые вытекают из гипотезы иррациональных ожиданий. Во-первых, регулярное обнародование информации центральным банком позволит проводить сторонние исследования негосударственными учреждениями. Это позволит общественными усилиями развить аналитический аппарат самого центрального банка и постепенно избавляться от проблемы несовершенного знания о состоянии экономики и ее структуре. Во-вторых, хотя и не полностью, открытость с транспарентностью снизят асимметрию информации и рыночную неопределенность. Наконец, в третьих, публикация информации центральным банком является средством коммуникации, координирующей действия экономических агентов. Она, безусловно, не исправит иррациональное поведение, однако, обнародование и разъяснение информации уменьшит число «плохих» равновесий в системе, когда стадное поведение инвесторов провоцирует кризисы.

Несмотря на все противоречия в экономической науке, гипотеза иррациональных ожиданий также ратует за открытость и транспарентность центрального банка. Однако они не будут снижать иррациональности поведения. Открытость и транспарентность помогут лишь уменьшить число спонтанных кризисов, вызванных стадным поведением инвесторов.



экономическими
агентами

Рисунок. **Концепция открытости денежно-кредитной политики**