

Правила денежно-кредитной политики

Опубликовано “Финансы и кредит” №16, 2002, с.37-46

Хотя среди экономистов и существует консенсус о том, чем должна заниматься денежно-кредитная политика, они расходятся во мнении, как достигать поставленные перед центральным банком цели. Сторонники активной политики считают саморегулирование рынка слишком длительным и неэффективным и, соответственно, рекомендуют государственное вмешательство на рынке. Приверженцы пассивной политики, напротив, полагают, что нейтральное отношение к происходящему в экономике лучше любого регулирования. Первые экономисты ратуют за дискреционную политику (discretionary policy), т.е. за свободу действий властей, которая допускает отсутствие каких-либо ограничений при принятии экономических решений. Дискреционная политика проявляется всякий раз, когда центральный банк незапланированным образом реагирует на экономические события в стране. Вторая группа экономистов приветствует правила денежно-кредитной политики (monetary policy rules), стратегии, по которой центральный банк может принудительно или самостоятельно взять на себя определенные обязательства.

Основы правил денежно-кредитной политики

В многих случаях аналоги правил экономической политики можно найти в повседневной жизни. Абсолютно все автоматические механизмы, придерживающиеся определенных правил функционирования, управляют взаимодействием с окружающей средой. Например, термостат, регулирующий температуру в помещении, или автопилот, управляющий самолетом, являются ничем иным как правилами. Некоторые правила определяют человеческое поведение, например, правило левостороннего движения на автодорогах Великобритании. Наконец, правила позволяют формулировать решения в области экономики. Такими правилами являются правила денежно-кредитной политики.

Существует довольно большое число определений **правил денежно-кредитной политики**. Определения простираются от самых общих, - например, «систематический процесс принятия решений, использующий информацию последовательным и предсказуемым образом», - до крайне технических, - например, «специфическая формула, определяющая процедуру применения инструмента денежно-кредитной политики». На мой взгляд, наиболее удачное определение сформулировали экономисты Резервного Банка Новой Зеландии Дж. де Броуер и Дж. О’Риган. Согласно их формулировке, правило денежно-кредитной политики – это функция ответной реакции центрального банка, в соответствии с которой инструмент денежно-кредитной политики отвечает на изменения нескольких ключевых экономических переменных¹. Все без исключения исследователи отмечают, что механическое использование простой математической формулы в экономической политике всегда чревато опасностью принятия неадекватного решения. По этой причине даже сторонники технических определений правил отмечают, что правила денежно-кредитной политики – это всегда нечто большее, чем математическая формула, это целая система принятия решений, методический и гибкий подход к выработке и реализации денежно-кредитной политики.

¹ de Brouwer G. and O’Regan J. Monetary-Policy Rules: An Application in Australia. Paper presented at the Reserve Bank of New Zealand Monetary Policy Workshop, October 1997.

К настоящему моменту времени сформулировано большое число правил денежно-кредитной политики. Некоторые из них приведены в таблице 1. Для того, чтобы разобраться во всем многообразии правил денежно-кредитной политики можно предложить их классификацию по двум признакам, в зависимости от характера эндогенных и экзогенных переменных, входящих в уравнение правила. В таблице 2 представлена подобная классификация правил. С точки зрения независимых переменных правила делятся **на обусловленные и необусловленные**. Обусловленные правила отличаются тем, что применение инструмента денежно-кредитной политики задается, обуславливается независимыми текущими экономическими переменными. Решение об использовании денежно-кредитного инструмента в каждый момент времени принимается исходя из текущего состояния экономических переменных. Необусловленное правило, наоборот, никак не реагирует на текущие экономические переменные. Решение о применении инструмента денежно-кредитной политики принимается в момент формулировки правила и в дальнейшем оно не пересматривается. Примерами обусловленных правил выступают Правило МакКаллама и Правило Хендерсона-МакКиббина, а необусловленных правил - правило постоянного темпа прироста денежной массы и правило фиксированного валютного курса. Другим признаком разграничения правил является степень управляемости зависимой переменной. В одних правилах зависимой переменной является инструмент денежно-кредитной политики, который полностью находится под контролем денежных властей. В других правилах зависимая переменная не входит в сферу влияния центрального банка. Примером **правила с управляемой зависимой переменной** является Правило Болла, а **правила с неуправляемой зависимой переменной** - Индекс Монетарной Конъюнктуры.

Другая классификация правил денежно-кредитной политики была предложена Ларсом Свенссоном, профессором Стокгольмского Университета. Он провел различие между правилом денежно-кредитного инструмента и правилом таргетирования. В первом случае инструмент денежно-кредитной политики выражается как функция от экономических переменных. Классическими примерами правила денежно-кредитного инструмента выступают Правило Гудхарта и Правило Тэйлора. В случае правила таргетирования центральный банк стремится минимизировать значение функции потерь, которая представляет собой уравнение отклонения целевой переменной от оптимального уровня. Тем самым правило таргетирования повторяет правило денежно-кредитного инструмента, но в неявном виде. Преимущество правила таргетирования перед правилом инструмента состоит в больших дискреционных возможностях. К примеру, структурные изменения трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики требуют переопределения правила инструмента, а правила таргетирования – нет, поскольку в последнем случае центральный банк использует инструмент по собственному усмотрению.

Правила можно также группировать и по другим признакам. Например, по инструменту денежно-кредитной политики (валютный курс, процентная ставка или денежный агрегат); по наличию внешнеэкономических связей (открытая или закрытая экономика); по включению прогноза экономических переменных в уравнение правила (перспективные и адаптивные правила); по величине запаздывания (с лагами или без) и т.д.

В пользу правил денежно-кредитной политики приводят большое число аргументов. Доводы в их поддержку берут свое начало в физиократизме, представители которого настаивали на невмешательстве государства в экономику. Лозунг «laissez-faire» подхватили затем неоклассики. В 1936 г. «Журнал Политической Экономии» опубликовал статью Генри Саймонса, в которой знаменитый чикагский экономист проводил различие между двумя концепциями денежно-кредитной политики. Преопределенные, жесткие и известные правила денежно-кредитной политики он сравнивал с политикой, оставленной на усмотрение властей. Предпочтения экономиста складывались в пользу первой

концепции: «Либеральное учение требует организации нашей экономической жизни посредством индивидуального участия в игре с определенными правилами. Оно призывает государство обеспечить стабильный набор правил, в пределах которых предприятие и конкуренция могут эффективно управлять и направлять производство и распределение товаров. Предпринимательская система не может эффективно функционировать в условиях экстремальной неопределенности действий денежных властей или, что не менее важно, денежного законодательства. Определенные, стабильные, законодательные правила игры, касающиеся денег, имеют первостепенное значение для выживания системы, базирующейся на свободном предпринимательстве»². Таким образом, неолиберальные экономисты настаивали на во-первых, а правилах в денежной сфере, а во-вторых, на невмешательстве властей в экономику. Это позволило бы, по их мысли, реализовать все преимущества рыночной экономики.

На протяжении последующих десятилетий сторонники пассивной экономической политики, такие как М.Фридмен или Дж.Тэйлор, выдвинули ряд более четких аргументов в пользу правил. В целом правила позволяют политике центрального банка стать более ясной, регулярной и последовательной. Правила, как и любая экономико-математическая модель, помогают денежным властям разобраться в статистике, - порой противоречивой, - и дают ориентиры, «дорожные карты», государственным органам в мире экономической неопределенности. Правила указывают количественные цели, стоящие перед денежными властями, подсказывают, насколько необходимо ужесточить или смягчить политику. Систематически тестируя правила, в конечном счете, можно выяснить их оптимальную спецификацию, обеспечивающую наиболее эффективную реакцию властей на происходящее в экономике. Наконец, они дисциплинируют центральный банк и защищают его от политического давления.

Таблица 1.

Наиболее известные правила денежно-кредитной политики

Год	Наименование правила	Уравнение правила	Авторы	Авторская спецификация уравнения
XVII век	Правило фиксированного валютного курса	$\Delta e_t = 0$	-	-
1898	Правило процентной ставки для управления «рациональной денежной системой»	$i_t = b p_t$	К.Виксель	-
1953	Правило постоянного темпа прироста денежной массы	$\Delta m_t = const$	М.Фридмен	-
1988	Правило МакКаллама	$\Delta m_t = y^* - v_t + p^*$	Б.МакКаллам	-
1992	Правило Гудхарта	$i_t = a + b p_t$	Ч.Гудхарт	$a=0,03; b=1,5$
1993	Правило Тэйлора	$i_t = b p_t + c y_t$	Дж.Тэйлор	$b=1,5; c=0,125$
1993	Правило Хендерсона-МакКиббина	$i_t = b p_t + c y_t$	Д.Хендерсон и У.МакКиббин	$b=2; c=0,5$
Начало 1990-х гг.	Простой Индекс Монетарной Конъюнктуры	$i_t = p_t - d q_t$	-	$d=1/3$
1999	Правило на базе инфляционного	$i_t = a i_{t-1} + b E_t p_{t+j}$	Г.Рудебуш и Л.Свенссон	$j=5; a=0,5; b=5$

² Simons H. Rules Versus Authorities in Monetary Policy / Ed. by Lutz F.A. and Mints L.W. Readings in Monetary Theory. - The American Economic Association, 1951. - Pp. 337-339.

	прогноза			
1999	Правило Болла	$i_t = b p_t + c y_t + d_1 q_t + d_2 q_{t-1}$	Л.Болл	$b=2,51; c=1,93; d_1=-0,43; d_2=0,3$
2001	Оценочное правило для открытой экономики Банка Англии	$i_t = a i_{t-1} + b p_t + c y_t + d \Delta e_t$	Н.Батини, Р.Харрисон и С.Милард	$a=0,68; b=0,322; c=0,075; d=-0,014$

Источник: составлено автором.

i_t - изменение номинальной краткосрочной процентной ставки, выбираемое центральным банком в момент времени t ;

p_t - отклонение инфляции от оптимального значения в момент времени t ;

y_t - отклонение номинального ВВП от потенциального уровня в момент времени t ;

$E_t p_{t+j}$ - ожидаемая инфляция в момент времени $t+j$;

q_t - реальный валютный курс в момент времени t ;

Δe_t - изменение номинального валютного курса в момент времени t ;

Δm_t - номинальный темп прироста денежной массы в момент времени t ;

y^* - десятилетнее скользящее среднее прироста реального ВВП;

v_t - четырехлетнее скользящее среднее прироста скорости денежной массы;

p^* - инфляционный ориентир.

Таблица 2.

Классификация правил денежно-кредитной политики

Тип правила	Обусловленное правило	Необусловленное правило
Неуправляемая зависимая переменная	Индекс Монетарной Конъюнктуры	Правила таргетирования номинального дохода на базе прогноза
Управляемая зависимая переменная	Правило Тэйлора	Правило Фридмена

Источник: составлено автором.

Обусловленные правила против необусловленных

Самым простым и исторически первым из правил является правило фиксированного валютного курса, которое я датировал XVII веком, т.е. временем появления первых государственных эмиссионных банков. Согласно этому правилу денежные власти используют весь доступным им инструментарий экономической политики для достижения только одной цели – неизменного валютного курса. До 1930-х гг. им были курсы по отношению к золоту или серебру, а после – обменные курсы к другим валютам. Золотой стандарт, как и все товарные стандарты с фиксированным валютным курсом представляет собой типичное безусловное правило денежно-кредитной политики. В эпоху золотого монометаллизма мировое предложение денег определялось предложением желтого металла. Открытие новых месторождений золота или приток драгметалла из-за рубежа (например, вследствие победоносной войны) проводили сначала к расширению денежного предложения, а затем к росту цен и ВВП. Сокращение предложения золота оказывало обратный эффект, а именно, приводили к падению цен и ВВП.

Золотой стандарт обладал определенными саморегулирующимися свойствами, однако он не являлся совершенной системой. Денежно-кредитная политика была нацелена не на удовлетворение экономических потребностей страны, а на поддержание постоянного валютного курса и, как следствие, она автоматически корректировалась вслед за изменениями на мировом рынке золота. Мировые золотые резервы колебались в соответствии с международными открытиями месторождений металла, в то время как

золотые резервы конкретной страны отражали ее внешнеэкономические торговые и финансовые потоки. Денежно-кредитная политика никак не реагировала на кризисы ликвидности, падение объемов производства или паники банковских вкладчиков. В результате золотой стандарт приводил к более значительным колебаниям реального ВВП, чем в эпоху фиатного стандарта. Например, только в Соединенных Штатах в 1890-1905 гг. произошло пять крупных рецессий.

Любое безусловное правило денежно-кредитной политики основывается на самобалансирующей эндогенной реакции частного сектора на циклические колебания. Рассмотрим ситуацию, когда в качестве правила денежно-кредитной политики выступает неизменная процентная ставка. Например, с февраля 1999 г. по август 2000 г. Банк Японии проводил политику нулевой процентной ставки. Ее целью являлся выход из дефляционной спирали. Банк Японии предполагал проводить мягкую денежно-кредитную политику для ликвидации значительного отклонения ВВП от потенциального значения.

Сохранение неизменной нулевой процентной ставки в период превышения потенциального ВВП над совокупным спросом оказывает стимулирующий эффект. Оно «подхлестывает» совокупный спрос, что и требуется центральному банку. В обратной ситуации, когда совокупный спрос превышает потенциальный ВВП и в экономике наблюдается рост цен, низкая процентная ставка будет стимулировать инфляцию. Экономика вернется к равновесию только, если она самостоятельно справится с циклическим колебанием. Однако во многих случаях самобалансирующая реакция частного сектора может быть недостаточной по глубине и скорости макроэкономической адаптации. Отсутствие у центрального банка гибкости в управлении макроэкономической адаптацией вызывает нежелательную волатильность цен и ВВП. Жесткость функции ответной реакции денежных властей на изменения окружающей среды является главным недостатком безусловных правил денежно-кредитной политики.

Подобного изъяна лишены обусловленные правила, которые связывают воедино инструмент денежно-кредитной политики и некоторый набор наблюдаемых макроэкономических переменных. Вероятно самым первым обусловленным правилом, сформулированным в ответ на экономическую проблему, является правило процентной ставки К.Викселя. В начале XX века, когда ведущие промышленные страны одна за другой покидали систему золотого стандарта, большинство ученых задалось поиском денежного стандарта, альтернативного товарному стандарту. Шведский экономист Кнут Виксель одним из первых предвидел возможность появления стандарта неконвертируемых бумажных денег, который он назвал «рациональной денежной системой». В 1898 г. Виксель предложил правило процентной ставки для фиатного денежного стандарта: *«Пока цены остаются неизменными, процентная ставка центрального банка должна находиться на прежнем уровне. Если происходит повышение цен, процентную ставку следует поднять; если возникает падение цен, процентную ставку необходимо уменьшить; и в дальнейшем поддерживать ее на новом уровне, пока последующее изменение цен не потребует её корректировки в одном из направлений»*³. Правило Викселя нашло свое применение уже после смерти автора. В 1931 г. после отхода от золотого стандарта шведский Риксбанк использовал идеи экономиста в программе стабилизации цен. Предложение К.Викселя можно представлять как обязательство центрального банка по установлению процентной ставки в соответствии со следующей математической формулой:

$$i_t = i_{t-1} + a p_t \quad (1),$$

где:

i_t - номинальная процентная ставка центрального банка в момент времени t ;

p_t – темп прироста некоторой разновидности индекса цен в момент времени t ;

a - положительный коэффициент ответной реакции

³ Цит. по: Woodford M. Interest and Prices. Princeton University Press, 2002. P. 45.

Любое обусловленное правило денежно-кредитной политики представляет собой уравнение обратной связи, что делает политику центрального банка похожей на механическую функцию, включающую ограниченное число информационных переменных. Аналитические модели обусловленных правил значительно варьируются между собой, однако большинство из них ориентировано на достижение ценовой стабильности или низкой инфляции в среднесрочном периоде. Некоторые правила также минимизируют краткосрочные колебания ВВП относительно долгосрочного потенциального уровня. В качестве инструмента денежно-кредитной политики обусловленные правила обычно используют процентную ставку или денежный агрегат. Например, Правило Гудхарта основывается на ставке рефинансирования, а Правило МакКаллама – на денежном агрегате M2. Информационные переменные, задающие применение денежно-кредитного инструмента, также различаются от правила к правилу. Они могут включать переменные, напрямую отражающие конечную цель денежно-кредитной политики, например, экономический рост и инфляцию. Однако среди них обязательно должны присутствовать макроэкономические индикаторы, отражающие реагирующие на риск отклонения ключевых экономических переменных от целевых ориентиров.

В ходе дальнейшего анализа мы рассмотрим несколько типичных представителей правил денежно-кредитной политики разных видов. Среди них будут безусловное правило Правило Фридмена и два обусловленных правила: Правило Тэйлора и Индекс Монетарной Конъюнктуры.

Правило Фридмена

Лауреат нобелевской премии по экономике Милтон Фридмен в 1953 г. предложил классические аргументы в пользу правил в макроэкономической политике. Приведенные им аргументы можно условно разделить на эмпирические и теоретические. Эмпирические аргументы касаются сложностей реализации государственной экономической политики, а теоретические вытекают из количественной теории, предложенной Фридменом. Суть эмпирических аргументов состоит в том, что дискреционная политика не обладает приписываемой ей стабилизационной способностью. При проведении любой макроэкономической политики власти сталкиваются с временными задержками или лагами (policy time lags), которые представляют собой временные интервалы между возникновением потребности в противочиклической политике и ее реальным воздействием на экономическую деятельность. М.Фридмен является автором таких терминов как лаг наблюдения (observation-lag), лаг решения (decision-lag) и лаг воздействия (effect-lag)⁴. Все они отражают фундаментальную проблему стабилизационной политики, которая заключается в расчете синхронности стабилизационных мер в течение делового цикла. Из-за лагов действия центрального банка часто приводят к нежелательным последствиям. Следовательно, как отмечает М.Фридмен, денежные власти должны отказаться от дискреционной политики в пользу правил.

Теоретические аргументы за правила денежно-кредитной политики опираются на количественную теорию денег Фридмена, ключевым положением которой является гипотеза, что спрос на деньги хотя и не обязательно постоянен в номинальном выражении, является стабильной функцией. Проведенный им анализ истории развития денежной системы США сквозь призму соотношения между изменением денежного

⁴ Лаг наблюдения - временной интервал между моментом возникновения потребности в изменении экономической политики и временем распознавания потребности. Лаг решения - временной интервал между моментом распознавания потребности в изменении экономической политики и началом ее реального осуществления. Лаг воздействия - временной интервал между началом изменения экономической политики и ее воздействием на экономику.

предложения и цен, а также изменений в номинальном доходе позволил сформулировать четыре теоретических постулата:

1. для стабилизации цен важен безынфляционный рост денежного предложения;
2. экономический рост достижим как при растущих, так и при падающих ценах при условии, что их предполагаемый рост умерен и предсказуем;
3. отношения между изменениями в денежном предложении и его детерминантами остаются постоянными, несмотря на различия в последствиях увеличения предложения денег;
4. главным каналом воздействия на экономическую активность является денежное предложение.

Все эти положения помогли М.Фридмену сформулировать **правило постоянного темпа прироста денежной массы** (Friedman rule). «Наше окончательное правило оптимального количества денег, - пишет М.Фридмен в эссе «Оптимальное количество денег», - состоит в достижении такой дефляции, которая приравняет номинальную процентную ставку к нулю»⁵. На практике нулевую ставку можно получить сокращением денежного предложения со скоростью, равной норме временного предпочтения. Домохозяйства с положительной нормой временного предпочтения (household's rate of time preference) оценивают текущее потребление и доход выше, нежели потребление и доход в будущем. Если учесть убывание предельной полезности и то, что будущие поколения людей должны быть богаче, для текущей оценки потока будущих доходов и расходов необходимо их дисконтировать в соответствии с нормой временного предпочтения. Каков должен быть темп изменений денежного предложения, чтобы норма временного предпочтения была равна нулю? Исходя из оценки за 1950-60 гг., М.Фридмен полагал, что номинальные темпы прироста денежной массы в США должны составлять 2% в год.

Американские экономисты Чарльз Уилсон в 1979 г. и Питер Айленд в 2000 г. посредством моделей общего равновесия проанализировали предложение Фридмена⁶. Их выводы подтверждают достоверность размышлений М.Фридмена: распределение ресурсов оптимально по Парето тогда и только тогда, когда номинальная процентная ставка равна нулю. Но в то же время оказалось, что Правило Фридмена реализуется с помощью различных денежно-кредитных тактик. Нулевую ставку можно достичь, расширяя или сокращая денежное предложение на протяжении произвольного, но конечного горизонта времени со скоростью чуть меньше нормы временного предпочтения домохозяйств. Фактически моделирование показало, что необходимое и достаточное условие равновесия с нулевой номинальной процентной ставкой и оптимальным распределением ресурсов по Парето заключается в том, что предложение денег должно следовать асимптотическому поведению, а именно: на неограниченном горизонте времени денежное предложение должно сокращаться со скоростью бесконечно близкой, но всегда меньшей нормы временного предпочтения. Иными словами, на беспредельном отрезке времени центральному банку необходимо строго выдерживать правило постоянного темпа прироста денежного предложения, а на конечном отрезке времени он обладает свободой действий в регулировании предложения денег.

Правило Тэйлора

На сегодняшний день **Правило Тэйлора** (Taylor rule) является, пожалуй, самым популярным среди правил денежно-кредитной политики. В исходное уравнение правила, разработанного в 1993 г. Джоном Тэйлором, профессором Стэнфордского Университета,

⁵ Friedman M. The Optimum Quantity of Money / The Optimum Quantity of Money and Other Essays. – Chicago: Aldine Publishing Company, 1969. - P.34.

⁶ Wilson C. An Infinite Horizon Model with Money / Ed. by Green J. and Scheinkman J.-A. General Equilibrium, Growth, and Trade: Essays in Honor of Lionel McKenzie. - New York: Academic Press, 1979.

Ireland P. Implementing the Friedman Rule. Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper №00-12, 2000.

входили переменные гэта ВВП и инфляции. Правило Тэйлора имеет множество модификаций и любое правил, включающее эти две переменные, носит имя Тэйлора. Сторонники Правила Тэйлора приписывают ему множество достоинств. Во-первых, оно обладает стабилизационными свойствами, т.е. правило минимизирует циклические колебания в экономике. Во-вторых, оно очень простое и центральному банку не составляет труда применять его на практике. В третьих, *ex post* легко проверить его эффективность на практике. В четвертых, Правило Тэйлора благодаря своей простоте служит прекрасным средством коммуникации между денежными властями и частным сектором, информируя общество о методах реализации денежно-кредитной политики. В пятых, в перспективной версии Правила Тэйлора используется ожидаемая инфляция как триггер ответной реакции центрального банка, и в соответствии с концепцией эффективного рынка (*efficient market concept*) правило отражают всю доступную экономическую информацию.

Развернутое уравнение Правила Тэйлора имеет вид:

$$i_t = r^* + p^* + a(p_t - p^*) + b(y_t - y^*) \quad (2),$$

где

i_t - номинальная краткосрочная процентная ставка, устанавливаемая центральным банком в момент времени t ;

r^* - долгосрочное равновесное значение реальной процентной ставки;

p^* - долгосрочный ориентир инфляции;

p_t - инфляция в момент времени t ;

y_t - темп прироста номинального ВВП;

y^* - долгосрочное значение потенциального ВВП;

a и b – коэффициенты ответной реакции, отражающие степень агрессивности реакции центрального банка на шоки.

Коэффициенты уравнения подбираются с учетом нескольких условий:

- приемлемая амплитуда вариации ВВП, инфляции и процентной ставки в ходе использования правила;
- устранение избыточного повторного цикла колебаний наблюдаемых переменных, когда вслед за начальным шоком и применением инструмента денежно-кредитной политики ВВП, инфляция и процентная ставка изменяются с большей амплитудой;
- отсутствие гиперреакции денежно-кредитной политики на шоки, в результате которой ценовой шок переходит в шок спроса и наоборот;
- соответствие предпочтениям денежных властей в части регулирования инфляции: временной горизонт, в течение которого инфляция после шока возвращается к целевому ориентиру, скорость перехода на новый уровень целевого ориентира и т.д.

Значения веса при переменной инфляции обычно выбирается более единицы. Такой выбор известен как «Принцип Тэйлора» (*Taylor principle*). Он означает, что центральный банк более агрессивно реагирует на изменение цен, нежели ВВП. Гэп ВВП входит в Правило Тэйлора по двум причинам. Во-первых, он является индикатором будущей инфляции, а во-вторых, гэп позволяет проводить различие между шоком спроса и ценовым шоком. В случае шока спроса гэп ВВП и инфляция изменяются в одном направлении. Например, при отрицательном шоке спроса (отрицательный гэп ВВП наблюдается при избыточном совокупном спросе, превышающем потенциальный ВВП) происходит снижение инфляции. При ценовом шоке гэп ВВП и инфляция, наоборот, изменяются в разных направлениях. В ходе такого шока власти сталкиваются с проблемой выбора между экономическим ростом и инфляцией.

С увеличением веса гэта ВВП амплитуда повторного цикла колебаний наблюдаемых переменных (инфляции и процентной ставки) также возрастает. Правило становится чувствительным к шоку спроса. Слишком большой вес гэта ВВП приводит к

тому, что процентная ставка реагирует не столько на инфляцию, сколько на колебания ВВП, вследствие чего ориентир инфляции игнорируется. Некоторые исследователи при определении веса гэта ВВП принимают во внимание степень экономической неопределенности. По мере увеличения неопределенности, например в результате серьезных ошибок оценки гэта ВВП, его вес в составе уравнения правила снижают.

Правило Тэйлора можно повернуть различными модификациям. В его уравнение часто включают лагированную процентную ставку (i_{t-k}), что придает правилу адаптивный и инерционный характер. Его можно превратить в перспективное правило, заменив переменную инфляции (p_t) на ожидаемую инфляцию ($E_t p_{t+k}$). В таком случае прогноз инфляции будет рассматриваться как промежуточная цель денежно-кредитной политики. Наконец, в него можно включить переменную валютного курса, что сделает его Правилем Болла.

Вместе с тем, Правило Тэйлора обладает рядом недостатков. Прежде всего, сомнительна высокая информационная эффективность правила. Почитатели Правила Тэйлора вслед за техническими аналитиками полагают, что цены (инфляция) отражают всю доступную экономическую информацию. Хотя вряд ли инфляция и гэт ВВП являются всеохватывающими информационными переменными. Для полноценного анализа макроэкономической ситуации также необходимо рассматривать денежные и кредитные агрегаты, валютный курс, бюджетные параметры, международные цены на ключевые товары и т.д. Изучение динамики этих и многих других показателей составляет значительную часть ежедневной работы экономистов центрального банка. Обработка разнородной экономической статистики позволяет выявлять шоки, возникающие в ходе делового цикла, анализировать их природу и продолжительность. Простое Правило Тэйлора игнорирует подобный анализ, что, разумеется, не идет на пользу денежно-кредитной политике.

Различные макроэкономические шоки требуют различных ответных действий центрального банка. Характер ответной реакции властей зависит от того, сталкиваются ли денежные власти с шоком спроса или шоком предложения, временным или перманентным сдвигом в экономических структурах. Правило Тэйлора, воспринимая сквозь призму входящих в него эндогенных переменных, различает только два вида шока: ценовой шок и шок спроса.

Остальные недостатки Правила Тэйлора носят во многом технический характер. Например, гэт ВВП и долгосрочная равновесная реальная процентная ставка являются ненаблюдаемыми переменными. В зависимости от метода оценки Правило Тэйлора может выдавать различные рекомендации по манипулированию номинальной краткосрочной процентной ставкой. Проблема перспективного Правила Тэйлора заключается в том, что гэт ВВП сам по себе выступает индикатором будущей инфляции. Включение его в уравнение правила может давать искажение, поскольку возникает конкуренция между двумя оценками предстоящей инфляции. Некоторые сомнения вызывают стабилизационные свойства Правила Тэйлора. Оно не может использоваться в ситуации низких процентных ставок, поскольку ставка рефинансирования всегда положительна. Например, в случае политики нулевой процентной ставки Банка Японии оно оказывается бесполезным. Перспективное Правило Тэйлора, наоборот, может даже выступить источником дестабилизации. Перспективное правило чувствительно к произвольным пересмотрам ожиданий, в результате чего оно «раскачивает» экономическую конъюнктуру.

Все эти недостатки привели к тому, что разработка Тэйлора, хотя и пользуется большой популярностью, ни один центральный банк не полагается на нее полностью. Обычно правило используют наравне с более сложными экономическими моделями или в качестве их дополнения. По признанию самого автора правила, оценочные выгоды от применения его правила различаются в зависимости от специфики эконометрических моделей.

Индекс Монетарной Конъюнктуры

Правило Тэйлора представляет собой вариант правила для закрытой экономики, ведь в нем никак не учтено взаимодействие национальной экономики с внешним миром. Правила для открытой экономики используются центральными банками экспортно-ориентированных стран, таких как Австралия или Канада. Типичным примером правил для открытой экономики являются **индексы денежно-кредитного давления** (indices of monetary pressure), включающие комбинацию переменных процентной ставки и валютного курса. Наиболее известным из них стал **Индекс Монетарной Конъюнктуры** (Monetary Conditions Index, MCI). Его рассчитывают как среднее изменений внутренней процентной ставки (или ставок) и валютного курса. Он может включать как реальные, так и номинальные величины. В реальном выражении MCI в момент времени t вычисляется по следующей формуле:

$$MCI_t = A_R (r_t - r_b) + A_S (q_t - q_b) \quad (3),$$

где

r_t - реальная краткосрочная процентная ставка в момент времени t ;

q_t – логарифм реального валютного курса в момент времени t ;

r_b и q_b – значение переменных процентной ставки и валютного курса в базовом периоде;

A_R и A_S – веса Индекса. Коэффициент A_R/A_S отражает относительное влияние процентной ставки и валютного курса на среднесрочные задачи денежно-кредитной политики. К примеру, отношение 3:1 ($A_R=3$, $A_S=1$) говорит о том, что изменение реальной процентной ставки на 15 оказывает такой же эффект как и колебание реального валютного курса на 3%.

В таблице 3 приведена спецификация различных Индексов. В качестве переменной процентной ставки чаще всего используется доходность трехмесячных казначейских векселей, а в роли переменной валютного курса выступает эффективный валютный курс. Основное отличие в вариантах MCI заключается в методах расчета весов переменных. Всего можно выделить три подхода к их определению. В первом случае веса представляют относительное влияние процентной ставки и валютного курса на совокупный спрос, и их можно вычислить исходя из регрессионной оценки уравнения совокупного спроса. Например, разработчики Индекса Н. Кеннеди и А. Ван Риет заимствовали веса из NIGEM-модели Национального Института Экономических и Социальных Исследований (Великобритания). Во втором случае вес переменной валютного курса находится исходя из регрессионной оценки уравнения зависимости ВВП от экспорта, а вес переменной процентной ставки вычисляется из расчета, что сумма весов равна единице. Наконец, в последнем варианте веса определяются по результатам VAR-моделирования взаимодействия нескольких переменных: ВВП, долгосрочной процентной ставки, эффективного валютного курса и цен на нефть.

MCI можно использовать в качестве операционной цели денежно-кредитной политики, информационного индикатора состояния экономики и правила денежно-кредитной политики. Если MCI применяется как операционная цель, центральному банку необходимо выбрать желательное значение Индекса, отражающее комбинацию равновесного валютного курса и равновесной процентной ставки. В ходе реализации денежно-кредитной политики центральный банк стремится сблизить эталонное и фактическое значение MCI. Банк Канады и Резервный Банк Новой Зеландии используют Индекс в качестве операционной цели своей политики. Если MCI служит информационным индикатором, его текущее значение сравнивается с предыдущим либо контрольным значением, разница между ними свидетельствует об ужесточении или, наоборот, смягчении денежно-кредитной политики. MCI является опережающим индикатором (leading indicator), поскольку изменение валютного курса и процентной

ставки оказывает влияние на реальный сектор экономики с задержкой во времени. Наконец, МСИ можно использовать как правило денежно-кредитной политики. В таком случае процентная ставка реагирует на колебания валютного курса, т.е. центральный банк придерживается некоторой формы таргетирования валютного курса. В 1999 г. Лоуренс Болл, профессор Университета Джона Хопкинса (США), предложил альтернативу МСИ. В уравнение Индекса он включил переменные гэта ВВП и инфляции, в результате чего на свет появилось Правило Болла. Однако в настоящее время ни один центральный банк официально не принял какую-либо разновидность индекса денежно-кредитного давления в качестве правила.

Так же как и Правило Тэйлора МСИ обладает рядом типичных недостатков. Во-первых, веса Индекса определяются по разным методикам, что делает его чувствительным к специфике макроэкономических моделей. Во-вторых, МСИ представляет собой среднее цен на финансовые активы и ставки доходности, которые влияют на инфляцию с неодинаковой скоростью. Даже если ввести в МСИ лаги, он будет давать рассогласованные сигналы в краткосрочном периоде. Наконец, как и Правило Тэйлора, Индекс не делает различия между макроэкономическими шоками, а лишь суммирует их проявление. Несмотря на все минусы МСИ активно используется финансовыми аналитиками. К примеру, Индекс входит в исследовательский инструментарий МВФ, ОЭСР, а также ряда финансовых институтов, среди которых Deutsche Bank, Merrill Lynch, Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase и Greenwich Natwest.

Таблица 3.

Модификации Индекса Монетарной Конъюнктуры

Источник: Batini N. and Turnbull K. Monetary Condition Indices for the UK: A Survey. External MPC Unit Discussion Paper №1, September 2000.

Модель	Майс и Вирен ⁷	МВФ	ОЭСР	Deutsche Bank	Кеннеди и Ван Рьет ⁸	Goldman Sachs	J.P. Morgan Chase
Тип индекса	номинальный	номинальный	реальный	реальный	номинальный	реальный	реальный
Крат.проц.ставка	3-хмес. казначейские векселя	LIBOR	3-хмес. казначейские векселя	3-хмес. казначейские векселя	3-хмес. казначейские векселя	3-хмес. казначейские векселя	LIBOR-LIBID
Долг.проц.ставка	-	-	-	-	10-лет. облигации	10-лет. облигации	-
Форма модели	Приведенная форма	-	-	Приведенная форма	Структурная форма	Приведенная форма	-
Коэффициент при переменной проц.ставки	1,1	3	4	14,4	6,2	5	2,9
Вес переменной крат. проц.ставки*	0,52	0,75	0,80	0,93	0,43	0,47	0,74
Вес переменной долг.проц.ставки*	-	-	-	-	0,43	0,35	-
Вес переменной валютного курса*	0,47	0,25	0,20	0,06	0,13	0,18	0,25

* Вес определяется исходя из расчета, что сумма весов равна единице.

Международная перспектива правил денежно-кредитной политики

Какое будущее ожидает правила денежно-кредитной политики? На мой взгляд, в два ближайших десятилетия обусловленные правила найдут большое распространение.

⁷ Mayes D. and Viren M. Exchange Rate Considerations in a Small Open Economy: a Critical Look at the MCI as a Possible Solution. Paper presented at the CCBS workshop "The choice of Intermediate Monetary Policy Targets in Industrial, Transitional and Developing Economies", November 18, 1998.

⁸ Kennedy N. and Van Riet A. A Monetary Conditions Index for the Major EU Countries: a Preliminary Investigation. European Monetary Institute, November 1995.

Причиной тому является переход ведущих центральных банков в мире на инфляционное таргетирование. К началу 2002 г. на него переключилось большинство стран ЕС, десять развивающихся стран и две страны с переходной экономикой. Ожидается, что в ближайшие годы на таргетирование инфляции переключится еще ряд западных стран. Среди государств СНГ первым на таргетирование инфляции перейдет Казахстан. В 2001 г. глава Национального Банка Казахстана объявил о планирующемся изменении режима денежно-кредитной политики. С 2002 г. ориентиры денежно-кредитной политики определяются Национальным Банком на три года вперед с ежегодным уточнением. Согласно "Основным направлениям денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана на 2002-2004 гг." в ближайшие годы будет проходить подготовка и переход к инфляционному таргетированию, что предполагает постепенный отход от целевых показателей по денежной базе и иностранным резервам к целевым показателям по инфляции.

Инфляционное таргетирование можно охарактеризовать как политику с **ограниченными дискреционными возможностями**. Перед центральным банком стоит задача удержать инфляцию вблизи инфляционного ориентира. Вне зависимости от того, с какими ему приходится сталкиваться макроэкономическими шоками, он обязан реагировать на них одинаково, стремясь во что бы то ни стало вернуть инфляцию к ориентиру. Таким образом, функция ответной реакции центрального банка при инфляционном таргетировании соответствует правилу денежно-кредитной политики, поскольку действия денежных властей предопределены. При денежном таргетировании, например, центральный банк обладает значительно большими дискреционными возможностями. Денежные власти вправе не соблюдать целевой ориентир, ссылаясь на изменение макроэкономической обстановки, сдвиги в спросе на деньги и т.д. В случае инфляционного таргетирования игнорирование предопределенных ориентиров невозможно.

В настоящее время правил денежно-кредитной политики официально определяют политику Резервного Банка Новой Зеландии, Банка Канады, Банка Австралии, Банка Англии и шведского Риксбанка. Остальные страны, перешедшие на инфляционное таргетирование, используют правила наряду с другими экономико-математическими моделями, не наделяя их первостепенным приоритетом. Ведущая «триада» ФРС США, Европейский Центральный Банк и Банк Японии демонстрируют активный интерес к правилам, прорабатывая возможности их практического использования. Дальнейшее распространение правил денежно-кредитной политики, прежде всего, благодаря развитию инфляционного таргетирования, позволит осуществлять **неявную координацию международной экономической политики**. О необходимости координации во избежание международных кризисов уже давно говорят как экономисты, так и политики. В связи с тем, что страны-приверженцы инфляционного таргетирования имеют близкие инфляционные ориентиры (1%-4%) и одинаковый денежно-кредитный инструментарий, автоматическая координация на базе правил будет происходить достаточно легко. Казалось бы, следуя исключительно национальным интересам, культивируя правила, ориентирование на внутреннюю экономику, денежные власти де факто совместно будут «делать одно дело» - поддерживать наряду с внутренним внешнее равновесие. По крайней мере, такие стимулирующие мероприятия как конкурентная девальвация станут невозможными. Следуя определенным «правилам игры международной политики», как выражался Джон Мейнард Кейнс, страны смогут сохранять мировой рынок таким же стабильным как и в эпоху золотого монометаллизма. Координирующие проекты, навязывающие денежно-кредитной политики извне, - наподобие таргетирования «всемирных денег» Рональда МакКиннона или целевых валютных зон Джона Вильямсона, - окажутся излишними.