ОТДЕЛЕНИЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ПРОБЛЕМ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ
МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ
ИМЕНИ Е.М. ПРИМАКОВА
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ В УСЛОВИЯХ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ДИСБАЛАНСОВ

Ответственный редактор
член-корреспондент РАН А.В. Кузнецов

Москва
ИМЭМО РАН
2017

УДК 336.748
ББК 65.262.6
Pery 329

Серия «Библиотека Национального исследовательского института
мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова»

Рецензенты:
академик РАН В.В. Михеев,
член-корреспондент РАН М.Ю. Головин

Pery 329

Регулирование инфляции в условиях социально-экономических дисбалансов / Отв.
ред. А.В. Кузнецов. – М.: ИМЭМО РАН, 2017. – 328 с.

ISBN 978-5-9535-0522-2

DOI:10.20542/978-5-9535-0522-2

Коллективная монография подготовлена по Программе комплексных фундаментальных научных исследований Отделения глобальных проблем и международных отношений РАН №III.10П «Дисбалансы современного миропорядка и Россия» (проект «Экономические и социальные дисбалансы в макрорегионах современного мира»). В первой части книги исследуются концептуальные вопросы регулирования инфляции. Анализируются наиболее важные аспекты соотношения динамики цен и дисбалансов в процессе воспроизводства, такие как экономический рост и инфляция, структурные проблемы инфляции, современные ценовые тренды на мировых товарных рынках, экспорт и импорт инфляции в открытых экономиках и т.д. Рассматриваются специфические особенности инфляционных процессов и государственной политики воздействия на динамику цен в отдельных странах и регионах мира – США, европейских государствах, Китае, Японии, Индии, Республике Корея, Аргентине, странах Африки южнее Сахары и странах Ближнего Востока и Северной Африки. Завершается монография изучением своеобразия инфляционных проблем в России.

Governing Inflation under Economic and Social Disparities / Kuznetsov A.V., ed. – Moscow, IMEMO, 2017. – 328 p.

ISBN 978-5-9535-0522-2

DOI:10.20542/978-5-9535-0522-2

The book is supported by the Russian Academy of Sciences Program of fundamental research «The Imbalances of the Modern World Order and Russia» (project «The Economic and Social Disparities in the Regions of the Modern World»). Conceptual issues of governing inflation are studied in the first part of the book. Then investigated are the pivotal aspects of interrelationship between price dynamics and imbalances of the reproduction process, such as economic growth and inflation, structural causes of inflation, current price trends on the world commodity markets, export and import of inflation into open economies, etc. The country-specific inflation process as well as government policy impact on prices are analyzed for selected countries and regions. The United States, European countries, China, Japan, India, South Korea, Argentina, Sub-Saharan Africa, the Middle East and North Africa are taken as case studies. The book is concluded with a study of the origins of inflation in the Russian economy.

На обложке изображен коллаж из купюр большого номинала периодов высокой инфляции.

Публикации ИМЭМО РАН размещаются на сайте <https://www.imemo.ru>

ISBN 978-5-9535-0522-2

© ИМЭМО РАН, 2017

Оглавление

Введение	4
Часть 1. Концептуальные вопросы анализа инфляции	6
Глава 1. Инфляция и дефляция – тенденции в динамике цен.....	6
Глава 2. Природа инфляции – эволюция теоретических представлений	31
Глава 3. Экономический рост и инфляция.....	57
Глава 4. Структурные проблемы инфляции	68
Глава 5. Современные ценовые тренды на мировых товарных рынках	81
Глава 6. Экспорт и импорт инфляции в открытых экономиках	93
Глава 7. Новые финансовые технологии и их влияние на инфляционные процессы в развитых странах.....	104
Глава 8. Эволюция системы государственного регулирования цен	115
Глава 9. Прогнозирование инфляции и денежно-кредитная политика	132
Глава 10. Учет политического фактора в теоретических концепциях регулирования инфляции.....	144
Часть 2. Специфика отдельных стран и регионов – инфляция и развитие.....	155
Глава 11. Инфляционный процесс в США	155
Глава 12. Проблемы инфляции и дефляции в еврозоне.....	170
Глава 13. Специфика британской модели инфляционного таргетирования.....	188
Глава 14. Инфляция в Швеции	203
Глава 15. Китай: инфляция в растущей экономике.....	210
Глава 16. Инфляция и дефляция в Японии	223
Глава 17. Экономический рост и инфляция в Индии	233
Глава 18. Инфляция и развитие в Республике Корея.....	248
Глава 19. Антиинфляционная направленность политики стабилизации в Аргентине	260
Глава 20. Инфляция в странах Африки южнее Сахары	274
Глава 21. Инфляция в странах Ближнего Востока и Северной Африки	289
Глава 22. Основные факторы инфляции в России	303
Глава 23. Инфляция и антиинфляционная политика в России.....	312
Заключение	327

Введение

Впервые за многие годы инфляция в России по итогам 2017 г. приблизилась к показателям большинства развитых стран, составив, по предварительным данным, лишь около 2,5%¹. Тем не менее с учетом причин снижения индекса потребительских цен (включая продолжающееся несколько лет падение реальных доходов населения в нашей стране) пока рано говорить о значительных успехах в борьбе с инфляцией в Российской Федерации. Более того, даже при устойчиво низкой инфляции, как показывает опыт многих стран, задачи ее регулирования оказываются трудновыполнимыми.

Основная часть теоретических работ, объясняющих феномен инфляции, равно как и практические подходы к регулированию динамики цен (в том числе предотвращения «скатывания» экономики в состояние дефляции), возникла за рубежом на эмпирическом материале США, реже других развитых стран. В России также при анализе инфляции в основном исследуется опыт ограниченного числа стран Запада². Кроме того, значительная работа, особенно в Центральном банке Российской Федерации (ЦБ РФ), проводится по изучению инфляционных процессов в самой России, методике их оценки и прогнозирования³.

Во многом это оправданно, особенно если принять во внимание тот серьезный прогресс в моделировании и прогнозировании инфляционных процессов, который имел место в последние десятилетия. Ведь не только без радикального изменения вычислительных возможностей и математической техники, но и без детальной статистики развитых стран этот прогресс был бы просто исключен. В то же время инфляция меняется под воздействием структурных изменений в экономике, включая ее «финансиализацию», и глобализации. Теперь уже нельзя рассматривать инфляционные процессы лишь как национальное явление. При этом немалый интерес представляют реалии развивающихся государств, заметно отличающиеся от ситуации в США или наиболее развитых странах ЕС. Ведь уже давно установлено: инфляция имеет не только монетарную природу, отражая в себе социально-экономические дисбалансы различного происхождения, наблюдаемые в той или иной стране.

Изучение инфляции, особенно зарубежного опыта, всегда относилось к числу важных направлений экономических исследований ИМЭМО. Достаточно вспомнить опубликованные в 1970-х годах работы сотрудников института⁴, фундаментальные монографии, выпущенные в 1980-е годы⁵, или вышедшие уже в XXI веке журнальные статьи, непосредственно посвященные инфляционным процессам⁶. Вопросы инфляции неизменно затрагиваются и в трудах исследователей ИМЭМО РАН об эволюции мировых финансов⁷.

Нынешняя монография, подготовленная в ИМЭМО РАН с участием ученых Института Африки РАН, Института Европы РАН и Института Латинской Америки РАН

¹ Предыдущим знаковым событием было снижение (как потом оказалось временное) уровня инфляции в России с двухзначных показателей до 9% в 2006 г. – впервые с начала 1990-х годов.

² См., например: Красавина Л.Н., Пищик В.Я. Регулирование инфляции: мировой опыт и российская практика. – М: Финансы и статистика, 2009.

³ См., например, раздел сайта ЦБ РФ, посвященный инфляции и инфляционным ожиданиям (<http://www.cbr.ru/DKP/infll/>), а также многочисленные публикации в журнале «Деньги и кредит».

⁴ См., в частности: Аникин А., Энтов Р. Цикл и инфляция в экономике США // Мировая экономика и международные отношения. 1971. №8. С. 42-53.

⁵ Современная инфляция: истоки, причины, противоречия / Отв. ред. С.М. Никитин. – М.: Мысль, 1980; Никитин С., Левин Ю., Макаров В. и др. Инфляция в условиях современного капитализма. – М.: Прогресс, 1984.

⁶ См., например: Никитин С., Степанова М. Инфляция и антиинфляционная политика: зарубежный и отечественный опыт // Мировая экономика и международные отношения. 2008. №4. С. 16-20; Осадчая И.М. Инфляция: причины и способы противодействия // Человек и труд. 2008. №4. С. 52-57.

⁷ См., например: Миркин Я.М. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды. – М.: Магистр, 2015.

по Программе комплексных фундаментальных научных исследований Отделения глобальных проблем и международных отношений РАН №III.10П «Дисбалансы современного миропорядка и Россия» (проект «Экономические и социальные дисбалансы в макрорегионах современного мира»), призвана расширить представления о современных инфляционных процессах в самых разных странах и регионах мира, включая опыт их регулирования. Вне всяких сомнений тема инфляции, которая в последние годы в России анализируется в основном в журнальных публикациях, в том числе очень известными авторами⁸, на наш взгляд, заслуживает также и большого комплексного научного труда.

В первой части книги представлены концептуальные вопросы анализа инфляции. Поскольку мы старались ориентировать свой труд на достаточно широкий круг читателей, в первых главах рассмотрены общая картина динамики цен в разных странах и регионах мира, причины и типы инфляции, проблема дефляции, эволюция кривой Филлипса как основной схемы анализа инфляции и современные исследования инфляционных ожиданий, соотношение экономического роста и инфляции. Далее нами рассмотрен ряд актуальных вопросов инфляционных процессов в мире – структурные проблемы инфляции, современные ценовые тренды на мировых товарных рынках, экспорт и импорт инфляции в открытых экономиках и т.д. Завершается первая часть монографии анализом эволюции системы государственного регулирования цен, применяемых при прогнозировании инфляции моделей, а также принципов выработки политически приемлемых и, соответственно, реализуемых рекомендаций в сфере антиинфляционной политики.

Вторая часть книги посвящена специфике отдельных стран и регионов мира – США, стран ЕС (как в еврозоне, так и за ее пределами), Китая, Японии, Индии, Республики Корея, Аргентины, стран Африки южнее Сахары и стран Ближнего Востока и Северной Африки. При этом структура отдельных глав различается, что во многом обусловлено страновым своеобразием инфляционных процессов. В частности, отличается глубина ретроспективного анализа динамики цен, поскольку в страноведческих главах исторический экскурс в основном обусловлен необходимостью объяснения современных особенностей инфляционных процессов. Завершается монография анализом инфляционных проблем в России. Рассчитываем, что наш труд внесет ощутимый вклад в ведущиеся в нашей стране накануне выборов 2018 года дискуссии о модели дальнейшего развития экономики страны – в части понимания необходимых путей регулирования инфляции.

Авторский коллектив монографии: введение, глава 12 (в соавторстве), заключение – чл.-корр. РАН, д.э.н. А.В. Кузнецов; глава 1 – к.э.н. Е.С. Глазова, к.э.н. М.П. Степанова; главы 2, 9, 11 (в соавторстве) – к.э.н. Н.А. Раннева; глава 3 – д.э.н., проф. В.Г. Варнавский; глава 4 – д.э.н., проф. В.Б. Кондратьев; глава 5 – д.э.н., проф. В.П. Оболенский; глава 6 (в соавторстве) – к.э.н. Л.С. Худякова, к.э.н. А.П. Поливач; глава 7 (в соавторстве) – к.пол.н. И.В. Данилин, З.А. Мамедьяров; глава 8 – д.э.н., проф. Е.С. Хесин; глава 10 – чл.-корр. РАН, д.э.н. С.А. Афонцев; глава 11 (в соавторстве) – к.э.н. Э.В. Кириченко; глава 12 (в соавторстве) – к.э.н. А.К. Кудрявцев, к.э.н. А.В. Авилова, к.и.н. Ю.Д. Квашнин, к.э.н. К.Н. Гусев; глава 13 – к.э.н. И.А. Подколзина; глава 14 – к.э.н. А.М. Волков; глава 15 – д.э.н. А.И. Салицкий, С.В. Чеснокова; глава 16 – к.э.н. В.Г. Швыдко; глава 17 – д.и.н. А.Г. Володин; глава 18 – д.э.н. А.Н. Федоровский; глава 19 – д.э.н., проф. П.П. Яковлев; глава 20 (в соавторстве) – чл.-корр. РАН, д.э.н. И.О. Абрамова, чл.-корр. РАН, д.э.н. Л.Л. Фитуни; глава 21 (в соавторстве) – они же, а также к.э.н. И.Б. Маценко; глава 22 – Г.И. Мачавариани; глава 23 – чл.-корр. РАН, д.э.н. И.С. Королев.

⁸ Так, самыми цитируемыми статьями последних лет в России стали: Глазьев С.Ю. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. №9. С.124-135; Кудрин А.Л. Инфляция: российские и мировые тенденции // Вопросы экономики. 2007. №10. С. 4-26.

Часть 1. Концептуальные вопросы анализа инфляции

Глава 1. Инфляция и дефляция – тенденции в динамике цен

В рыночной экономике поведение цен, особенно долгосрочные тенденции их изменения, являются результатом взаимодействия целой совокупности факторов и процессов, но с другой стороны, и сами ценовые изменения относятся к важнейшим факторам в развитии экономики. Так, возникающие на товарном рынке дисбалансы могут вернуться к равновесию путем изменения цен товаров, например, превышение спроса над предложением создает условия для роста цен, а рост цен в свою очередь стимулирует развитие производства и доводит его до точки равновесия со спросом. Дисбалансы в финансовой сфере приводят к изменению стоимости денег, что в свою очередь также сказывается как на уровне цен товаров и услуг, так и на темпах изменения цен. Таков стихийный механизм балансировки рынка, в котором именно цены могут рассматриваться как главнейший инструмент рыночного саморегулирования. Однако саморегулирующийся ценовой механизм может давать сбои, и тогда, особенно в экстраординарных экономических условиях, для преодоления чересчур необычных отклонений в ценовом поведении становится необходимым внерыночное вмешательство со стороны государства. Поэтому вопросы, связанные с изменениями цен особенно на макроуровне, неизменно находятся в поле зрения государства и экономической науки. Такой экстраординарной динамикой цен длительное время в послевоенный период считалась, например, инфляция, которая проявляется как устойчивое повышение цен. Поскольку высокие темпы инфляции угрожают стабильности социально-экономического развития и считаются общепризнанным злом, государство стремится к контролю над высокой инфляцией и вырабатывает меры борьбы с ней.

Вместе с тем в ходе последнего кризиса во многих развитых странах неожиданно ожили уже казавшиеся забытыми серьезные страхи перед появившейся тенденцией дефляции как антипода инфляции.

Современные тенденции динамики цен

В рыночной экономике инфляция как процесс обесценения денег проявляется, прежде всего, через рост цен⁹. Для измерения инфляции используются *ценовые индексы*, главным образом, индекс потребительских цен (ИПЦ, англ. – CPI, Consumer Price Index), но не только. Индекс потребительских цен – это ценовой индекс, измеряющий изменение стоимости потребительской корзины, то есть определенного набора товаров и услуг, необходимых потребителю. Состав этого набора различается по странам, и, как правило, включает расходы на продовольствие, оплату жилья, электроэнергию, транспортные расходы¹⁰. Могут быть использованы также и индексы розничных цен, оптовых цен, дефлятор ВВП. Каждый из этих измерителей имеет свои достоинства и недостатки.

В общем индексе потребительских цен могут быть выделены и проанализированы различные составляющие: базовый индекс потребительских цен

⁹ При фиксации цен, как это было в административно-командной экономике, инфляция проявляется в относительном снижении качества продукции, приобретаемой за ту же цену, в замещении дешевого ассортимента более дорогим, в дефиците товаров. Подобные проявления инфляции сложнее выявить и измерить.

¹⁰ В США корзина потребительских товаров для горожан включает продовольствие (14%), энергию (9,3%), промтовары (19,3%), услуги (57,3%, из них жилье – 32,1%, медицинские услуги – 5,8%, транспорт – 5,5%). В еврозоне составляющие корзины ИПЦ – продовольствие, алкоголь, табак (19%), энергоносители (11%), другие промтовары (29%), услуги (41%). См.: <https://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>; <https://www.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>.

(из корзины исключают продовольствие и энергоносители), индекс устойчивых потребительских цен (товары с относительно медленно меняющимися ценами), индекс гибких (относительно часто меняющихся) потребительских цен.

Эти составляющие общего ИПЦ могут иметь разнонаправленные векторы движения. Когда рост одних составляющих гасится падением других, общий ИПЦ может довольно сильно отличаться от своих составляющих. Например, в США в августе 2016 г. на годовом уровне общий ИПЦ вырос на 1,1%, в то время как базовый индекс и устойчивые цены выросли на 2,7%, а гибкие цены упали на 0,2%. При этом главными «виновниками» в росте цен были жилье, медицина, страхование автотранспорта, одежда и связь, а в падении цен – продовольствие и бензин. В Японии в середине 2016 г. на годовом уровне отмечалось падение ИПЦ на 0,4%, при этом цены на одежду, медицину, образование, культуру и отдых росли, цены на жилье, электроэнергию, водоснабжение, бензин, мебель, хозтовары для дома, транспорт падали, а цены на продовольствие были относительно стабильны.¹¹

В соответствии с вектором и темпами ценовых изменений различают следующие тенденции: инфляцию, то есть рост цен; стабилизацию цен, при которой ценовой индекс близок к нулю (иначе говоря, цены остаются неизменными); дефляцию, то есть снижение цен по сравнению с предшествующим периодом. В свою очередь инфляция подразделяется на умеренную или ползучую инфляцию, при которой среднегодовой рост цен составляет до 5-10%; галопирующую – от 10% до 50-100% и гиперинфляцию – более 50-100% в год.

Рост цен на уровне до 1% часто воспринимается как стабилизация цен, поскольку, по мнению специалистов, изменения цен в пределах менее 1% находятся в рамках, близких к статистической погрешности. Инфляция в 1-2% (до 5%) рассматривается как желательный для экономики уровень роста цен, позволяющий стимулировать спрос и соответственно развитие экономики в целом. Повышение цен от 5% до 10% во многих развитых странах воспринимается как некий сигнал тревоги,стораживающий правительства и центральные банки. В развивающихся странах с менее строгим подходом к оценкам часто ползучая инфляция до 10% рассматривается как приемлемый уровень, и лишь более быстрый рост цен вызывает беспокойство и активизацию государственного регулирования.

Процесс замедления темпов роста цен получил название дезинфляции. В странах с высокой инфляцией этот процесс воспринимается положительно. В странах с низкой инфляцией снижение темпов роста цен до 0% трактуется как предвестник дефляции.

В длительной ретроспективе экономическая история всех современных высокоразвитых стран знала как периоды галопирующей и гиперинфляции, так и резкие падения цен во время так называемых кризисов перепроизводства¹². Так, в США за столетнюю историю (1914-2016 гг.) средний уровень инфляции составил 3,29% с пиком 23,7% в июне 1920 г. и рекордным падением цен на 15,8% в июне 1921 г. В Японии почти за 60 лет (1958-2016 гг.) в среднем ежегодный рост потребительских цен был равен 3,08%, с пиком 25% в феврале 1974 г. и рекордно низким уровнем (-2,52%) в октябре 2009 г.¹³

В настоящее время для развитых стран характерна инфляция 0-2%, хотя в отдельные годы (2013-2016 гг.) отмечались небольшие отрицательные индексы потребительских цен в Греции, Испании, Кипре, Италии, Японии. В 2017 г. почти во всех развитых странах наметилось легкое повышение темпов роста цен.

¹¹ <https://www.frbatlanta.org/research/inflationproject/dashboard.aspx> // Inflation Dashboard. September 16, 2016; <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi> ; <http://www.tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>.

¹² В XIX веке были зарегистрированы как рост, так и падение цен на 30% и более.

¹³ <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>; www.tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi.

Для развивающихся стран в целом характерен значительный разброс между показателями инфляции. Наблюдаются и низкая инфляция на уровне развитых стран (примерно 2% – Китай, Малайзия, Филиппины), и ползучая инфляция (от 3,5-5%, например, в Индии, Колумбии, Индонезии до 8-9% в Уругвае, Бразилии и др.), и галопирующая инфляция уровня 11-30% (Египет, Иран, Ливия, Судан). Сохраняет актуальность даже гиперинфляция (254% в Венесуэле в 2016 г.). Несмотря на столь пеструю картину поведения цен, в целом с 1998 по 2017 гг., по данным и расчетам МВФ, мировой тенденцией было снижение темпов роста цен (см. табл. 1.1.)

Таблица 1.1.

Ежегодный индекс прироста потребительских цен за 1998-2017 гг., %

Страна	Сред- ний за 1998- 2007 гг.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (оцен- ка)
Развитые страны	2,0	3,4	0,2	1,5	2,7	2,0	1,4	1,4	0,3	0,8*	1,7
США	2,6	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1
Еврозона	2,0	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,3*	1,1
Германия	1,5	2,8	0,2	1,1	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	1,6
Франция	1,7	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,3	1,2
Италия	2,3	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,4
Испания	3,0	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	2,0
Бельгия	1,9	4,5	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5	0,6	1,8	2,2
Австрия	1,7	3,2	0,4	1,7	3,5	2,6	2,1	1,5	0,8	1,0	1,6
Греция	3,3	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0	-0,9	-1,4	-1,1	0,0	1,2
Кипр	2,5	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	0,4	-0,3	-1,5	-1,2	0,8
Япония	-0,2	1,4	-1,4	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,4
Велико- британия	1,6	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,6
Канада	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,5	0,9	1,9	1,1	1,4	1,6
Австралия	2,8	4,3	1,8	2,9	3,4	1,7	2,5	2,5	1,5	1,3	2,0*
Норвегия	1,9	3,8	2,2	2,4	1,3	0,7	2,1	2,0	2,2	3,6	2,1
Дания	2,1	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	0,8	0,6	0,5	0,3	1,0
Формирую- щиеся и раз- вивающиеся рынки**	7,9	9,2	5,0	5,6	7,1	5,8	5,5	4,7	4,7	4,5*	4,4
СНГ	19,7	15,4	11,1	7,2	9,7	6,2	6,4	8,1	15,5	8,4*	6,3
Россия	21,2	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	4,2***
Азия	4,2	7,6	2,8	5,1	6,5	4,6	4,6	3,5	2,7	3,1*	3,3
Индия	5,2	9,2	10,6	9,5	9,5	9,9	9,4	5,9	4,9	4,5	3,8
Индонезия	14,1	9,8	5,0	5,1	5,3	4,0	6,4	6,4	6,4	3,5	4,0
Китай	1,1	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,8
Малайзия	2,4	5,4	0,6	1,7	3,2	1,7	2,1	3,1	2,1	2,1	3,8
Филиппины	5,2	8,2	4,2	3,8	4,7	3,2	2,9	4,2	1,4	1,8	3,1
Формирую- щиеся рынки Европы	18,5	8,0	4,8	5,6	5,4	5,9	4,3	3,8	2,9	3,1*	4,2
Венгрия	7,5	6,0	4,2	4,9	3,9	5,7	1,7	-0,2	-0,1	0,4	2,5
Польша	4,6	4,2	3,4	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9
Турция	33,9	10,4	6,3	8,6	6,5	8,9	7,5	8,9	7,7	7,8	10,9

Страна	Сред- ний за 1998- 2007 гг.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (оцен- ка)
Латинская Америка	7,0	6,4	4,6	4,2	5,2	4,6	4,6	4,9	5,5	5,8*	4,2
Бразилия	6,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	3,7
Венесуэла	21,0	30,4	27,1	28,2	26,1	21,1	40,6	62,2	111,8	254,4	652,7
Колумбия	8,0	7,0	4,2	2,3	3,4	3,2	2,0	2,9	5,0	7,5	4,3
Уругвай	8,6	7,9	7,1	6,7	8,1	8,1	8,6	8,9	8,7	9,6	6,1
Африка и Ближний Восток	5,8	11,8	7,3	6,6	9,2	9,8	9,1	6,8	5,8	5,1*	6,0
Египет	5,1	11,7	16,2	11,7	11,1	8,6	6,9	10,1	11,0	10,2	23,5
Иран	14,9	25,3	10,7	12,4	21,2	30,8	34,7	15,6	11,9	9,0	10,5
Йемен	10,6	19,0	3,7	11,2	19,5	9,9	11,0	8,2	39,4	5,0	20,0
Ливия	-0,7	10,4	2,4	2,5	15,9	6,1	2,6	2,4	9,8	27,1	32,8
Нигерия	11,3	11,6	12,5	13,7	10,8	12,2	8,5	8,0	9,0	15,7	16,3
Судан	9,4	14,3	11,3	13,0	18,3	35,4	36,5	36,9	16,9	17,8	26,9

* – оценка; ** – кроме Аргентины и Венесуэлы; *** – осенняя оценка МВФ: к концу 2017 г. стало ясно, что показатель по России в 2017 г. составил только 2,5%.

Источник: IMF. World Economic Outlook. October 2016; World Economic Outlook. October 2017 (<http://www.imf.org/external/pubs/>).

На протяжении последних почти двадцати лет инфляция в большинстве развитых стран отличалась относительной стабильностью и в среднем не превышала уровня 3-4%, который считается в теории и на практике вполне приемлемым и даже желательным для экономического роста. Так, по данным Евростата, в еврозоне в 1991-2015 гг. средний уровень инфляции составлял 2,02%, с пиком 5% в июле 1991 г. и рекордно низким уровнем -0,2% в июле 2009 г.¹⁴

Устойчивая и относительно высокая инфляция (как и дефляция) свидетельствуют о нарушении балансировки рыночного механизма. Рассмотрим причины и типы инфляции.

Причины и типы инфляции

Инфляция как процесс обесценения денег известна давно, но особую актуальность и значимость приобрела со второй половины XX века, когда национальные деньги постепенно утрачивали свою связь с золотом, определявшим их объективную стоимостную оценку.

Существуют две традиционные точки зрения на инфляцию. Согласно первой концепции, инфляция – это чисто денежный феномен и перспективы ее развития определяются состоянием в основном денежной сферы и соответственно мерами по ее регулированию. Такую позицию поддерживают, главным образом, представители монетаристской школы. В соответствии со второй концепцией, инфляция – сложное многофакторное явление, результат взаимодействия процессов, протекающих как в денежной, так и в неденежной сферах. Именно эта позиция, на наш взгляд, наиболее соответствует современной реальности. В рамках этой концепции инфляция возникает и развивается под влиянием целой совокупности качественно разнородных и разновекторных факторов, соотношение и значимость которых зависят от состояния экономики и могут меняться со временем.

¹⁴ <https://www.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi> 24.09.2016. P.1.

В зависимости от причин, порождающих инфляцию, выделяют несколько типов инфляции:

- *инфляцию спроса*, вызываемую денежными факторами, в частности, превышением платежеспособного спроса над товарным предложением. Причинами такого превышения могут быть чрезмерная денежная эмиссия, например, для покрытия дефицита государственного бюджета, кредитная экспансия банков, а также крупное и устойчивое активное сальдо платежного баланса. Рост скорости обращения денег по своему воздействию на экономику близок к увеличению денежной массы и соответственно тоже может способствовать инфляции.
- *инфляцию издержек*, вызываемую неденежными факторами, например, опережающим ростом цен на факторы производства, монополистической практикой ценообразования, снижением производительности труда и падением производства, дефицитностью определенных ресурсов (в том числе некоторых видов интеллектуального труда), удорожанием импорта.
- *структурную инфляцию*, связанную, прежде всего, с отраслевыми диспропорциями в экономике, сопровождающимися неэластичностью предложения в моноориентированных экономиках, слабой мобильностью факторов производства, устойчивостью цен к понижению (до недавнего времени особенно жесткой сопротивляемостью к понижению отличалась зарплата). Причиной структурной инфляции могут стать и диспропорции институционального характера, например, непомерно большой удельный вес государственного аппарата, армии и т.п.

Действие этих факторов может быть изолированным (хотя это встречается редко) либо совместным, когда одновременно действует несколько факторов, вызывающих инфляцию. При этом состав и приоритетность факторов может варьироваться по странам и во времени. Поэтому в разных странах инфляция имеет свои особенности в зависимости от сочетания вызывающих ее факторов. Тем не менее есть, безусловно, общие моменты и закономерности, позволяющие формировать и использовать общие подходы к оценкам инфляции и мерам по ее преодолению. Такой важной общей закономерностью является присущая поведению цен инерционность, которая приводит к возникновению запаздывающего лага между реакцией цен и факторами влияния на них, что необходимо учитывать монетарным властям, особенно при использовании мер кредитно-денежной политики.¹⁵

С позиций возможности воздействия государства на инфляционные процессы факторы, способствующие развитию инфляции, можно разделить на внутренние и внешние. Внутренние связаны с дисбалансами национальной экономики и с экономической, в том числе денежной, политикой государства (необоснованный рост цен и зарплаты, чрезмерные инвестиции, кризис госфинансов, чрезмерная эмиссия национальных денег в наличной и безналичной формах). Внешние факторы инфляции обусловлены состоянием мировой экономики и мировой валютно-финансовой сферы. Это, прежде всего, структурные мировые кризисы (сырьевые, энергетические, экологические, продовольственные) и вызванные ими изменения цен на импортируемые или экспортируемые товары, потрясения в валютной сфере, ведущие к изменениям курса валют, например, девальвация мировых валют.

Кроме того, различают факторы краткосрочные и долгосрочные. Например, к краткосрочным относят циклические факторы, фактор вступления в ЕС (для переходных экономик – бывших восточноевропейских и прибалтийских стран), валютный фактор (например, в ЕС при переходе от национальной валюты к евро). Такой внешний фактор, как рост цен на энергоносители или продовольствие,истики относят и к краткосрочным (шоковые взлеты), и к долгосрочным факторам (в свете истощения невозобновляемых ресурсов).

¹⁵ Подробно об инерционности инфляции см. главу 2.

Разница в темпах инфляции нередко анализируется специалистами с точки зрения общих и национально-специфических факторов. При этом принято объединять страны в группы и отделять общие факторы для той или иной группы от национальных факторов, специфических для отдельной страны. Для бедных стран, например, типичной является более высокая инфляция, так что Всемирный банк вполне логично отделяет группу стран с низким личным доходом (ВВП меньше 10 тыс. долл. на душу населения). Среди других групп часто выделяют, например, крупные развитые страны; 12 старых членов еврозоны; малые открытые экономики с населением меньше 2,5 млн. чел.; формирующиеся рыночные экономики. Например, в течение 15 лет (1993-2008 гг.) инфляция представляла собой серьезную экономическую опасность у группы стран из 10 новых членов ЕС. Средний темп инфляции у них был существенно выше, чем у старых членов ЕС – 20% против 2,5% соответственно. Это объяснялось такими общими для новых членов ЕС факторами, как переход от административно-командной к рыночной экономике, присоединение к ЕС, отказ от национальной валюты и перевод экономики на евро.

Цены после Второй мировой войны: динамика и регулирование

В движении цен в промышленно развитых странах после Второй мировой войны можно выделить несколько периодов: 1) сравнительно умеренные темпы роста цен – 1950-1960-е годы; 2) «большая инфляция» – 1970-1980-е годы; 3) дезинфляционный процесс, перешедший в стабилизацию цен на относительно низком уровне, – с конца 1980-х годов до мирового финансового кризиса 2007-2009 гг.; 4) появление или угроза дефляции в развитых странах как антипод инфляции – после 2011 г.

Взлет инфляции 1970-1980-х годов связывают, прежде всего, с ростом сырьевых (особенно нефтяных) цен в результате целенаправленных действий стран экспортеров и с крахом мировой Бреттон-Вудской валютной системы. Рост цен в эти годы охватывает практически все страны с рыночной экономикой и принимает галопирующий характер. В 1974 г. годовой темп прироста розничных цен соответственно составил в США – 11,1%, в Великобритании – 16,0%, во Франции – 13,7%, в ФРГ – 7,0%, в Италии – 19,1%, в Японии – 24,5%.¹⁶ Месячные взлеты ИПЦ в группе из 12 европейских стран, взятой в совокупности, намного превосходили рост розничных цен и доходили до 25-28% в 1973-1977 гг.¹⁷ Это выдвинуло инфляцию в качестве первоочередной проблемы во многих странах и заставило целенаправленно искать пути ее сдерживания и контроля над ней.

После официальной демонетизации золота возросла роль и ответственность государственных и надгосударственных органов монетарной власти в проведении финансовой политики, в поддержании устойчивости национальных денежных и международной валютной систем, в контроле над денежным оборотом.

В этот период многие страны проводили антиинфляционную политику с достаточно жесткими и неординарными мерами. Например, в США с августа 1971 г. по апрель 1974 г. действовала чрезвычайная программа по оздоровлению экономики, принятая президентом Р. Никсоном, в рамках которой дважды вводилось замораживание цен (на три месяца в августе 1971 г. и на 2 месяца в июне 1973 г.). Однако справиться с инфляцией и вывести ее на заявленные 2-2,5% не удавалось. Даже прямое административное регулирование цен оказалось недостаточно

¹⁶ Современная инфляция: истоки, причины, противоречия / Отв. ред. С.М. Никитин – М., Мысль, 1980. С. 19.

¹⁷ Группа стран включала Австрию, Бельгию, Великобританию, Данию, Францию, Финляндию, Италию, Люксембург, Нидерланды, Норвегию, Испанию, Швецию. См.: Thornton D. The Evolution to Inflation Targeting: How Did We Get There and Where Do We Need to Go? // The 6th Norges Bank Monetary Policy Conference: Inflation targeting twenty years on. Oslo, 11 and 12 June 2009. P. 17, 42-43 (<http://www.norges-bank.no>).

эффективным, и по завершении сроков действия ценовых ограничений, цены продолжили рост. Темпы роста цен превышали 10% вплоть до начала 1980-х годов.

Проводимая в этот период экономическая политика носила весьма противоречивый характер. Сначала на основе количественной теории денег главное внимание политики было обращено на контроль над количеством денег в обращении и на поддержание фиксированного валютного курса посредством сокращения государственных расходов и чрезмерного дефицита госбюджета, жесткого ограничительного кредитно-денежного курса.

Позже, опираясь на идею спирали «зарплата-цены» как главного фактора инфляции издержек, обращались к политике доходов. Сама спираль «зарплата-цены» базировалась на кривой Филлипса¹⁸. Однако в действительности оказалось, что значение кривой Филлипса было преувеличено и обратная взаимозависимость между уровнем безработицы и ростом зарплаты/цен не была абсолютной, а подтверждалась только в краткосрочном плане. В действительности монетарная политика столкнулась с новым состоянием экономики – «стагфляцией» (инфляция в условиях стагнации), когда в условиях усиления спада и безработицы продолжался рост зарплаты, который подстегивал рост цен (процессы, теоретически считавшиеся взаимоисключающими).

Тогда правительство США и Федеральная резервная система (ФРС) оказались перед выбором из двух зол: 1) либо примириться с инфляцией, то есть ростом зарплаты и цен, но при этом стимулировать рост производства и занятость, либо 2) примириться со спадом производства и занятости, но принять жесткие меры контроля над инфляцией. В США сначала по многим причинам безусловным приоритетом стала стабилизация производства и безработицы¹⁹, что привело к «одному из самых катастрофических провалов монетарной политики ФРС»²⁰, поскольку она еще больше разогнала инфляцию. Однако надо признать, что тогда ФРС в борьбе с инфляцией была ограничена политическим давлением на нее со стороны президента и его команды (включая Совет экономических консультантов), состоявшей в тот момент из сторонников господствовавшей в американской университетской и политической среде в 1950-1960-е годы так называемой «Новой экономической теории» (New Economics)²¹.

Когда, наконец, приоритетом стали борьба с инфляцией и вывод экономики из состояния стагфляции, проводимая кредитно-денежная политика стала сочетаться с фискальной политикой стимулирования производства, в рамках которой была проведена налоговая реформа, предусматривавшая существенное снижение налогового бремени и для компаний, и для населения, расширены льготы для бизнеса по линии амортизации, по поддержке инноваций. Предпринимались также

¹⁸ Подробно см. главу 2.

¹⁹ В США огромное значение в политико-экономической жизни имел Закон о занятости от 1946 г., по которому федеральное правительство обязано было всеми практическими средствами стимулировать максимальную занятость, производство и покупательную способность. Покупательная способность толковалась как необходимость поддерживать такие кредитно-денежные условия, которые обеспечивают экономический рост и стабильную цену доллара.

²⁰ Levin A., Taylor J. Falling Behind the Curve. A Positive Analysis of Stop-Start Monetary Policies and the Great Inflation. In: The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking. Chicago: University of Chicago Press. 2013. P. 217.

²¹ Так была названа в США кейнсианская теория совокупного спроса и ее практическое применение в политике активного государственного вмешательства в экономику с целью выхода из экономического спада и достижения полной занятости. Кейнсианское учение стало чрезвычайно популярным среди множества ведущих американских макроэкономистов, в том числе и среди нобелевских лауреатов Л. Клейна, Ф. Модильяни, П. Самуэльсона, Дж. Тобиана, Причиной тому стал взгляд на катастрофу Великой депрессии сквозь призму кейнсианских идей и вера в возможность ее предотвращения с помощью разумной «активной» денежной и фискальной политики.

меры по усилению конкурентного климата в экономике. При этом покрытие бюджетного дефицита в значительной степени осуществлялось за счет накоплений населения и частного бизнеса, что снижало инфляционное давление этого фактора. Лишь к концу 1980-х годов инфляция в США начала снижаться, и в 1988 г. рост ИПЦ составил 4%²².

Активная борьба с инфляцией шла и в Европе, причем в разгар инфляции более успешными, чем в США, оказались действия центральных банков ФРГ и Швейцарии, что выразилось в более низком уровне инфляции в этих странах.

В целом 1970-1980-е годы были периодом активного поиска эффективной антиинфляционной политики, периодом проб и ошибок, смены и смешения теоретических монетаристских, кейнсианских, посткейнсианских и других установок. Осмысление болезненного опыта борьбы с той «большой инфляцией» дало обширную литературу по проблемам инфляции как в теоретическом, так и в практическом плане.

Теоретический анализ инфляции обогатился открытием значимости *долгосрочных* инфляционных ожиданий и новой постановкой и исследованием проблемы определения денежной массы. Кроме того, углубилось понимание чистых издержек инфляции, так как были выявлены их новые составляющие. Обнаружилась недостаточность показателей M_1 и M_2 для определения предложения денег в связи с появлением новых компонентов денежной массы. Эти исследования оказались важными для монетарных властей, которые позднее использовали их в своей политике. Например, открытие долгосрочных инфляционных ожиданий было использовано для сознательного формирования нужных ожиданий.

На практике выявилась невыполнимость главной монетаристской рекомендации о контроле за денежной массой, так как ни определить точное количество денег, необходимое в экономике, ни получить достаточно точные данные о макропоказателях, необходимых при принятии решений, было невозможно.

Более успешными оказывались смешанные программы для решения конкретных текущих проблем роста цен и спада производства, вызванных конкретной причиной, например, структурно-отраслевыми диспропорциями в экономике. В этих случаях рекомендовались основные инструменты и меры экономического воздействия из арсенала разных теорий (политика доходов – прямой контроль за уровнем цен и заработной платы; снижение налогов для стимулирования производства и сбережений населения; уменьшение процентных ставок для поддержки производства; регулирование цен в отдельных отраслях, имеющих важное экономическое или социальное значение). Наконец, независимо от приверженности к той или иной теории, при применении антиинфляционных мер неизменно провозглашалась необходимость поддержки и стимулирования экономического развития, конкурентной среды с ориентацией на рыночные регуляторы; укрепление государственного воздействия в валютной и антимонопольной политике.

В итоге к концу 1980-х годов в развитых странах сложились основы антиинфляционной политики, позволившей справиться с инфляцией и удерживать ее на приемлемом уровне. Произошел отход от понимания монетарной политики как краткосрочного средства управления совокупным спросом, и постепенно формировался консенсус в научных кругах в отношении новой кредитно-денежной политики, ее возможностей и ограничителей. Высокая стоимость инфляции, множившиеся аргументы в пользу низкой стабильной инфляции как общественного

²²

<http://www.rateinflation.com/consumer-price-index/usa-cpi>; Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index <http://www.bls.gov/cpi/>.

социального блага, доведенные до сознания общества, послужили основанием последующей монетарной политики, центральной стратегической задачей которой провозглашалась стабильность потребительских цен.

С начала 1990-х годов до мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. уровень инфляции в большинстве развитых стран держался на низком уровне (от 0 до 4%) при стабильных темпах развития мировой экономики. К такому показателю инфляции пришли практически все промышленно развитые страны, независимо от того, высокими или умеренными темпами инфляции характеризовалась их экономика в начале 1980-х годов²³. В развивающихся странах показатели инфляции выше, чем в развитых странах. Так, в 2007 г. в значительной части развивающихся стран они варьировались от 4% до 19%, и лишь в некоторых странах существенно превышали эти цифры (например, в Зимбабве инфляция в 2008 г. составила, по оценке МВФ, 157% процентов²⁴).

Как для развитых, так и для развивающихся стран главным фактором инфляции тогда выступал рост цен на энергоносители и продовольствие, но степень их влияния была различна. В развитых странах, где розничные продовольственные цены росли умеренно, а доля продовольственных товаров в общей потребительской корзине мала²⁵, влияние продовольственных цен на общий индекс инфляции значительно меньше, чем в развивающихся странах. Оно оценивалось, по данным 2008 г., менее чем в 1 п.п. В развивающихся странах, напротив, влияние продовольственных цен на общий индекс инфляции значительно. Так в Китае, Пакистане, Бангладеш и Кении именно рост цен на продовольствие predetermined общий высокий уровень инфляции в этих странах²⁶.

За два последних десятилетия XX века отчетливо проявились общемировые тренды не только снижения уровня инфляции, но и сокращения размаха ее колебаний (волатильности) и сближения страновых показателей. Средний показатель инфляции по странам ОЭСР снизился с 12% в 1980 г. до примерно 2% в конце 1990-х годов. В США волатильность показателей инфляции сократилась на 2/3 по сравнению с серединой 1980-х годов. Подобные тенденции отмечены и в других странах ОЭСР. Даже в развивающихся странах, в которых и уровень, и размах колебаний инфляции значительно выше, чем в промышленно развитых странах, отмечено снижение волатильности с начала 1990-х годов²⁷. Снижение волатильности оказывает стабилизирующее воздействие на инфляционные

²³ European Centre for International Political Economy Working Paper 04/2007 (<http://www.ecipe.org>).

²⁴ IMF. World Economic Outlook: Too Slow for Too Long. April 2016. P. 179 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/tblparta.pdf>).

²⁵ В развитых странах доля продовольствия в потребительской корзине варьируется от 10% в Швейцарии и 14% в США до 19% в Испании и 25% в Японии. В развивающихся странах доля расходов на продовольствие значительно выше и составляет в ряде стран (Кения, Гаити, Малави, Бангладеш) более 50% всех потребительских расходов. <https://www.frbatlanta.org/research/inflationproject/dashboard.aspx>, 2016; <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>; <http://www.tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>; OECD-FAO Agricultural Outlook 2008-2017; OECD/FAO 2008. P. 34.

²⁶ Например, с февраля 2007 г. по февраль 2008 г. рост потребительских цен составил в США 4%, в Германии и Франции – 2,8%. Из них лишь 0,5 и 0,8 п.п. соответственно связано с увеличением продовольственных цен, хотя прирост последних за тот же период составил 5,1% в США, 7,4% в Германии и 5,0% во Франции. Аналогично складывается ситуация и в других развитых странах. В развивающихся странах, напротив, рост продовольственных цен оказывает преобладающее воздействие на рост общей инфляции. Например, рост продовольственных цен в Китае, Пакистане, Бангладеш, Кении составил соответственно 23,3%, 18,2%, 14,2%, 24,6%, при росте общего показателя инфляции соответственно в 8,7%, 10,6%, 10,3%, 15,4%. Вклад же продовольствия в инфляцию составил в процентных пунктах: 6,5 – в Китае, 7,6 – в Пакистане, 9,2 – в Бангладеш, 12,4 – в Кении. Agricultural Outlook 2008-2017, P. 36.

²⁷ European Centre for International Political Economy. Working Paper 04/2007 (<http://www.ecipe.org>).

ожидания, а это, в свою очередь, сдерживает раскручивание инфляционных процессов.

Причины замедления инфляции в конце XX – начале XXI веков

В целом снижение темпов инфляции в 1980-е годы и ее стабилизация в 1990-е годы стали результатом действия определенной группы факторов. Одни способствовали объективно сдерживанию роста цен на стороне издержек, другие влияли на уровень цен через денежные составляющие (денежная масса, ее структура, скорость обращения денег). В разных странах интенсивность и широта действия этих факторов и соответственно их вклад в итоговый результат были различны.

Главными факторами, сдерживающими инфляцию в это время, были:

- Структурные изменения в сфере производства и в сфере труда, связанные прежде всего с энергосбережением и ростом производительности труда на основе инновационных внедрений.
- Ускорение взаимозависимости стран и глобализации экономики под влиянием информационных технологий, развития связи и транспорта, роста мировой торговли. В частности, с либерализацией внешней торговли снижались импортные тарифы и торговые барьеры и, соответственно, падало их давление на рост цен, одновременно создавались условия для роста конкуренции со стороны импорта. Однако влияние глобализации на инфляцию не однозначно. Способствуя снижению и сближению уровней инфляции по странам, глобализация и открытость национальных экономик повышают в то же время уязвимость экономики к внешним шокам, особенно малых стран.
- Проводимая в большинстве стран целенаправленная и законодательно оформленная политика по поддержке конкуренции, призванная ограничить ценовой произвол крупных компаний. В США и многих других странах действует антимонопольное законодательство, запрещающее нечестные формы конкуренции, такие как картелирование, или ценовой сговор; фиксация цен по горизонтали и раздел рынка, фиксация цен по вертикали и раздел рынка; хищнические цены; ценовая дискриминация; удержание розничных цен. В большинстве стран подлежат регулированию и контролю трансфертные цены транснациональных корпораций.
- Прямой государственный контроль цен, прежде всего в отраслях общественного пользования, а при высокой инфляции и в более широком масштабе. Так, во многих странах-членах ЕС на рынках газа и электроэнергии государство длительное время сохраняло контроль за ценами на газ и электричество для конечных потребителей²⁸. Регулируемые цены на энергоносители, которые являются базовым элементом издержек по всей цепочке производства, транспортировки и распределения во всех отраслях экономики, были очень важным фактором сдерживания как общего роста цен, так и индекса потребительских цен.
- Наряду с серьезным государственным регулированием цен производителей и потребителей на товарных рынках действовала и обратная тенденция государственного дерегулирования, особенно в банковском секторе. Негативные последствия дерегулирования сказались на глобальном дефляционном давлении, что будет рассмотрено ниже.

²⁸ Европейская комиссия, давно нацеленная на отмену всех регулируемых цен, приняла решение о полном открытии рынков газа и электричества и отмене регулируемых цен на них для конечного потребителя к 1 июля 2007 г. Однако, обследование этих рынков показало, что даже после 1 июля 2007 г. в 17 из 27 стран ЕС (по электроэнергии) и в 9 странах (по газу) наряду с открытым рынком действовали регулируемые цены для конечного потребителя хотя бы на одном из сегментов этих рынков. См.: ERGEG. Status Review on end-user price regulation. 14 June 2007; ERGEG. End-user price regulation. An ERGEG Position Paper. 18 July 2007.

- Реформирование монетарной политики развитых стран с последовательной сменой ее приоритетов и ее трансформацией в новый кредитно-денежный режим таргетирования инфляции.

Именно монетарной политике, прежде всего новому кредитно-денежному режиму таргетирования инфляции, многие специалисты приписывают главную роль в снижении инфляции.

Эволюция монетарной политики таргетирования

Монетарная, или кредитно-денежная, политика развитых стран приобрела в условиях демонетизации золота особую значимость. Она предполагает целенаправленное регулирование экономики через объем денежной массы или показатели денежной сферы. Ее влияние на инфляцию проявляется через воздействие, прежде всего, на спрос.

Стимулируя или дестимулируя расходы на товары и услуги, денежная политика может сдерживать циклические колебания в экономике. Именно с 1970-х годов денежной политике уделяется повышенное внимание. Происходит фактическое отделение денежной политики от фискальной (хотя самостоятельность ее была провозглашена еще Бреттон-Вудской системой). Ее проведение возложено на специальные институты: в большинстве стран это центральные банки. Инструментами денежной политики центральных банков служат ставки и объемы кредитования, нормы резервирования, операции с ценными бумагами на открытом рынке и валютные интервенции. Различное сочетание указанных инструментов применяется для воздействия на экономический рост, инфляцию, валютный курс и безработицу. Необходимым условием успешной денежной политики считается независимость центрального банка от бюджетно-фискальной политики правительства и прозрачность его действий. Это позволяет минимизировать политическое давление на монетарные власти и обеспечить их самостоятельность в выборе методов и инструментов достижения поставленных целей. В действительности политический фактор открыто не обсуждается, но молчаливо допускается, так что независимость центрального банка в выборе ключевых направлений и инструментов во многих странах существует де-юре, но не де-факто, поскольку в ряде стран в заседаниях дирекции центрального банка участвует член правительства. Особенно явно влияние политического фактора было в Японии.

Конечной целью денежной политики является воздействие на экономические процессы в стране. Выход на конечный результат обеспечивается через конкретные промежуточные целевые установки и через выбор тех или иных показателей в денежной сфере, например, объем денежной массы, валютный курс, уровень цен. Политика планирования таких показателей в конкретных цифрах с возложением всех полномочий по ее осуществлению на центральный банк получила название таргетирования. В качестве объекта таргетирования могут выбираться разные показатели. В зависимости от них и связанных с ними инструментов различают несколько режимов денежной политики – таргетирование денежных агрегатов, таргетирование валютного курса, таргетирование инфляции или уровней цен.

В середине 1970-х годов с усилением инфляционных процессов, а также введением режима плавающих курсов, во многих развитых странах начинает проводиться политика *таргетирования денежных агрегатов*, или прироста денежной массы, то есть установление высших и низших пределов ее увеличения за определенный период. Это позволяло, с одной стороны, не допускать давления избыточной денежной массы на экономику, ведущего к инфляции, а с другой стороны, поддерживало экономический рост, обеспечивая растущие потребности экономики в деньгах. Основное внимание при этой политике уделяется количеству денег, а не поведению цен. В 1975 г. целевые ориентиры динамики денежной массы

стали устанавливаться в США, в 1976 г. – во Франции, в 1977 г. – в Великобритании и Японии.

В тот период небольшой ежегодный прирост денежной массы считался наилучшим способом поддержания низкой инфляции и стабильного роста производства. В 1980-е годы ряд стран проводили денежную политику, основанную на постоянном росте денежного предложения. Позже этот подход был улучшен путем установления контроля не только за общей массой, но и за различными агрегатами денежной массы (M_0 , M_1 и др.). Однако эта политика оказалась малоэффективной из-за очень нестабильной связи между денежными агрегатами и другими макроэкономическими показателями, а также из-за трудностей их точного измерения. В 2003 г. в одном из интервью нобелевский лауреат Милтон Фридман признал, что таргетирование денежного предложения оказалось менее успешным, чем он ожидал²⁹. США отказались от этого варианта денежной политики в 1987 г.

Другим вариантом таргетирования стало *таргетирование валютного курса*. Эта политика базируется на поддержании валютного курса либо на неизменном уровне, либо в определенном диапазоне. Возможны разные степени фиксации обменных курсов в зависимости от того, насколько жестко привязан курс национальной валюты к сильной базовой валюте.

Важнейшим инструментом достижения этой цели для конвертируемых валют становятся валютные интервенции, то есть покупка или продажа центральным банком иностранной валюты. Необходимость регулирования валютного курса обусловлена негативными последствиями его резких и непредсказуемых колебаний. Снижение курса национальной валюты ведет к уменьшению покупательной способности национальной денежной единицы и к повышению цен на внутреннем рынке. В условиях устойчивого снижения курса национальной валюты цены на товары на внутреннем рынке ориентируются не столько на издержки производства, сколько на падение курса национальной валюты. Снижение курса становится фактором инфляции. Поэтому поддержание стабильного курса национальной валюты считается важным для обеспечения стабильности национальных цен.

Однако сделки с иностранной валютой, проводимые для поддержания валютного курса, воздействуют на денежную массу. Если центральный банк покупает иностранную валюту, то денежная масса расширяется и наоборот. Соответственно меры по регулированию валютного курса влияют на национальные денежные условия. Чтобы нейтрализовать отрицательные последствия своих валютных операций, которые влияют на объем национальной денежной массы, центральный банк одновременно должен проводить операции с ценными бумагами (продавать или покупать их). При непредсказуемости и высокой волатильности валютного рынка центральный банк рискует потерять контроль за национальной денежной массой.

В 1990-е годы формируется новое направление денежной политики – *таргетирование инфляции* (ТИ), при котором объектом таргетирования выступают цены³⁰. Эту политику проводит центральный банк, который намечает целевые уровни инфляции, публично объявляет о них, а потом пытается привести реальную инфляцию к целевым показателям, используя для этого изменение процентных ставок и другие монетарные инструменты. Уровень банковской процентной ставки влияет на выбор владельцев денег между сбережением и тратой/инвестированием. Повышение процента стимулирует сбережения, дестимулирует инвестиции, и

²⁹ Nelson E. Milton Friedman and U.S. Monetary History: 1961-2006 // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2007. May/June. P. 171.

³⁰ Впервые на практике элементы политики, нацеленной на удержание цен за определенный период на заданном уровне, проводились в Швеции в 1930-е годы, что помогло удержать шведскую экономику от больших потрясений в период Великой депрессии.

наоборот. Целью этой политики является удерживание инфляции, измеренной по определенному показателю, обычно индексу потребительских цен (ИПЦ) в определенном диапазоне. Например, если инфляция оказывается выше намеченного целевого значения, то банк, скорее всего, поднимет процентные ставки. Это обычно (но не всегда) вызывает через некоторое время замедление темпов развития экономики и приводит к снижению инфляции. Если инфляция оказалась ниже запланированного целевого значения, то банк, скорее всего, пойдет на понижение процентных ставок. Это обычно (опять же не всегда) через некоторое время приводит к ускорению экономической активности и росту цен.

При такой политике, когда инвесторы доверяют центральному банку, они руководствуются ожидаемым целевым уровнем инфляции и могут быстрее ориентироваться в изменениях процентных ставок при выборе инвестиционных решений. С точки зрения ТИ именно этот фактор формируемых инфляционных ожиданий очень важен для стабилизации цен.

Впервые политика таргетирования инфляции стала применяться в Новой Зеландии с 1990 г. К 2010 г. политику ТИ опробовали в 30 странах³¹. Первыми странами – таргетистами инфляции были исключительно промышленно передовые страны (с высоким уровнем дохода населения). С конца 1990-х годов быстро росло число сторонников этой политики среди стран с формирующейся рыночной экономикой и развивающихся стран (страны с более низким доходом). Кроме того, некоторые центральные банки (например, ЕЦБ, Швейцарии), используют режимы близкие к ТИ. В США официально режим ТИ был объявлен только в 2012 г., хотя фактически ФРС проводила эту политику с 1990-х годов.

Политика ТИ вводилась в странах с разным уровнем экономического развития и при разном исходном показателе инфляции. При введении политики ТИ в фазе дезинфляции средний уровень инфляции (по индексу потребительских цен) в странах с высоким и низким уровнем дохода населения составлял соответственно 4,8% и 6,5%. При этом максимальные начальные уровни инфляции доходили до 10,8% (в Сербии и Венгрии).

Во многих странах, для которых в тот момент была актуальна задача снижения инфляции, переход к политике ТИ начинался с фазы дезинфляции (или ступенчатого понижения уровня инфляции). В фазе дезинфляции устанавливались ежегодные цели по *снижению* инфляции (в каждый следующий год ставилась цель выйти на более низкий уровень инфляции, чем достигнутый в предыдущем периоде). При этом могли фиксироваться также и долгосрочные цели. Когда инфляцию удавалось вывести на приемлемый уровень, наступала фаза таргетирования *стабильности* инфляции с планированием уровня инфляции на более длительный или не указываемый временной горизонт.

При проведении политики ТИ обычно не избирается нулевой уровень инфляции, при котором возрастает риск дефляции³². К настоящему моменту сложилось общее мнение, что в развитых странах при уровне инфляции выше 3-4 % уменьшается благосостояние экономических субъектов, а при инфляции ниже 2% возрастает риск дефляции. Для развивающихся и переходных экономик нет единой

³¹ Хронологический порядок введения политики ТИ: Новая Зеландия (1990), Канада (1991), Великобритания (1992), Швеция (1993), Австралия (1993), Чехия (1997), Израиль (1997), Польша (1998), Бразилия (1999), Чили (1999), Колумбия (1999), ЮАР (2000), Таиланд (2000), Республика Корея (2001), Мексика (2001), Исландия (2001), Норвегия (2001), Венгрия (2001), Перу (2002), Филиппины (2002), Гватемала (2005), Индонезия (2005), Румыния (2005), Турция (2006), Сербия (2006), Гана (2007). Финляндия и Испания в 1995-1998 гг., а Словакия в 2005-2008 гг. применяли политику ТИ, но прекратили ее использование при вступлении в еврозону.

³² Когда в 2014 г. ИПЦ в Великобритании упал до 0% при целевом уровне 2%+/-1, это вызвало скорее тревожную, чем положительную реакцию.

рекомендации по оптимальному целевому уровню инфляции, но предполагается, что он должен быть несколько выше, чем в промышленно развитых странах. Страны, уже вышедшие на приемлемый уровень инфляции, стремятся стабилизировать ее на уровне 2-3%. Пример современных уровней таргетируемой инфляции в ряде стран представлен в таблице 1.2.

Таблица 1.2.

Целевые (таргетируемые) уровни инфляции по странам на 2016 г.

Развитые страны	Таргетируемый уровень инфляции	Страны развивающиеся и с формирующимся рынком	Таргетируемый уровень инфляции
Австралия	2,00-3,00%	Бразилия	4,50% +/-2,0%
Великобритания	2%	Венгрия	3,00%+/-1,0%
Еврозона	<2,00%	Индия	8,00% (4% к началу 2017г.)
Израиль	1,00-3,00%	Индонезия	4,00%+/-1,0%
Канада	2,00%+/-1,0%	Казахстан	6,00-8,00%
Новая Зеландия	2,00%+/-1,0%	Китай	4,00%
		Колумбия	3,00%+/-1,0%
Норвегия	2,50%	Нигерия	6,00-9,00%
США	2,00%	Польша	2,50%+/-1,0%
Швеция	2,00%	Россия	4,00% (на 2017г.)
Япония	2,00%	Турция	5,00% +/-2,0%

Источник: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.htm>.

Опыт применения политики ТИ в разных странах свидетельствует, что это направление денежной политики при общности провозглашаемой цели имеет отличия в практическом воплощении. Отчасти вариантность связана с отсутствием общепризнанной теоретической базы для проведения политики ТИ и соответственно с поиском каждой страной наилучшего варианта с точки зрения отслеживаемых параметров и правил поведения для их достижения. Приступая к политике ТИ, монетарные власти определяют для себя следующие ключевые позиции.

Во-первых, указывается набор и приоритетность целей проводимой политики (одна или несколько целей, включая рост производства, уровень безработицы или другие), а также механизм утверждения этих целей (независимое решение центрального банка, или правительства, или их совместное решение).

Во-вторых, выбираются основные параметры измерителя инфляции: вид индекса (как правило, это общий ИПЦ), точечное или интервальное значение целевого уровня, период измерения (за месяц, квартал, год или более длительный период), допустимые отклонения от целевого показателя, не требующие корректирующего вмешательства со стороны монетарных властей.

В-третьих, устанавливается (часто законодательно) степень независимости центрального банка, его ответственности и отчетности за осуществление взятых обязательств, выявляется степень доверия к его решениям, без которого невозможна проводимая денежная политика, ориентированная на четкие и ясные цели по достижению и поддержанию низкой инфляции. Независимость и усиление операционной автономии центрального банка, высокая степень прозрачности и отчетности его действий, предсказуемость политики – это важные качества ТИ, присущие данной политике в наибольшей степени и отличающие ее от других кредитно-денежных режимов.

В целом за последние десятилетия в мире произошли существенные изменения в соотношении режимов денежной политики. В 1989 г. преобладающей

монетарной политикой было таргетирование валютных курсов. Ее проводили и в развитых, и в других странах (соответственно 67% и 71% стран). В 2008 г. она практически утратила свое значение в развитых странах (ее придерживались лишь 4% стран), хотя еще продолжала доминировать в других странах (65%). Ведущим и набирающим темп направлением денежной политики становится таргетирование инфляции: в 2008 г. ее проводило 33% развитых стран и 12% других стран³³.

Современной формой таргетирования инфляции в большинстве развитых стран является *гибкое* таргетирование ценового уровня. Главное его отличие от *жесткого* таргетирования инфляции заключается в том, что оно вернуло монетарную политику из узкой кредитно-денежной сферы в макроэкономику. В макроэкономической политике приоритетной проблемой является совмещение двух противоположных задач – надежный контроль за уровнем цен в среднесрочной перспективе и стабильность производства. За последние десятилетия с конца 1970-х годов прошлого века поиск стабильной финансовой системы, способной решить эту двойственную задачу, через стадии обескураживающих шатаний, неожиданных разворотов вылился в политику *гибкого таргетирования*, которая зарекомендовала себя как самое предпочтительное решение этих задач.

Гибкость ТИ проявилась прежде всего в превращении таргетирования инфляции из краткосрочной в среднесрочную цель, что расширило возможности центрального банка для проведения краткосрочной политики в отношении производства и занятости. Гибкое таргетирование отличается соединением «жестких правил» со свободой действий центрального банка, или «контролируемой свободой», по характеристике бывшего главы ФРС Бена Бернанке³⁴. К «правилам» относится точно заданная цель – среднесрочный уровень инфляции (от 2 до 5 лет). В рамках этого среднесрочного правила центральный банк пользуется свободой *краткосрочного* реагирования на резкие нарушения экономического равновесия, которые проявляются в росте безработицы и падении выпуска продукции.

Таким образом осуществляется соединение краткосрочной гибкой политики по отношению к уровню занятости и производства со среднесрочной политикой по отношению к росту цен. Ярким примером этой политики являются США. Этой политики придерживается как большинство развитых стран, так и таргетисты инфляции среди переходных экономик и развивающихся стран.

Заместитель управляющего шведского Риксбанка Ларс Свенссон определяет гибкую политику ТИ как «двойную нацеленность на стабильную инфляцию вокруг намеченного уровня и стабилизацию экономики в целом, в отличие от *жесткого* таргетирования инфляции, нацеленного только на стабилизацию инфляции без внимания к стабилизации реальной экономики»³⁵. Под стабилизацией экономики имеется в виду стабилизация использования ресурсов на нормальном (потенциально возможном) уровне, естественно, при понимании того, что монетарная политика не является главным фактором долгосрочного распределения ресурсов. Свенссон также определяет эту политику как *прогнозируемое* таргетирование, которое ведет к приемлемому прогнозированию инфляции и уровня использования ресурсов. Если две эти цели становятся несовместимыми, то политика ТИ должна найти разумный компромисс между стабилизацией инфляции и

³³ Scott R. Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges. P. 6. / Norges Bank 2009 Monetary Policy Conference «Inflation Targeting Twenty Years On». 2009. June 11-12. Oslo, Norway.

³⁴ Цит. по: Beckworth D. Inflation Targeting. A Monetary Policy Regime Whose Time Has Come and Gone. – Mercatus Center. George Mason University. 2014. P. 11 (<https://www.mercatus.org/publication/inflation-targeting-monetary-policy-regime-whose-time-has-come-and-gone>).

³⁵ Svensson L. Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis // Speech at the workshop: “Towards a New framework for monetary policy? Lessons from the Crisis.” – Amsterdam: De Nederlandsche Bank, 2009. P. 1.

стабилизацией использования ресурсов. В Швеции это называют хорошо взвешенной монетарной политикой.

Оценки результативности политики таргетирования инфляции

Мировой опыт применения политики таргетирования инфляции оценивается неоднозначно³⁶. До мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. доминировала позитивная оценка режима таргетирования инфляции, базировавшаяся на простом и очевидном критерии – сравнении целей и задач со степенью их выполнения. Именно переход к таргетированию инфляции ассоциировался в глазах многих специалистов и простых граждан с периодом экономической стабильности 1990-2007 гг.

Главными достижениями ТИ принято считать следующие:

- она заполнила пустоту после развала Бреттон-Вудской системы и отказа от золотого стандарта и сделала целевой уровень инфляции номинальной основой бумажных денег;
- улучшилась в целом характеристика инфляции, то есть снизились ее уровень, волатильность, продолжительность, возросла ее предсказуемость³⁷;
- явно улучшилась процедура установления процентных ставок;
- таргетирование инфляции позитивно влияло на сдерживание и смягчение таких важных факторов инфляции, как инфляционные ожидания, внутренние и внешние шоки.

Все эти достижения, особенно последнее, были бы невозможны без доверия общества к монетарным властям, которое сознательно создавалось ими путем открытой отчетности и прозрачности кредитно-денежной политики, понятного обществу объяснения своих действий, поставленных целей, ожидаемых и получаемых результатов политики.

С другой стороны, возросшая в ходе финансового кризиса критика таргетирования инфляции привела к поляризации мнений. На одном полюсе сконцентрировалась защита политики таргетирования инфляции с такими доказательствами результативности политики, как стабильная низкая инфляция, поддержание инфляционных ожиданий на низком уровне, смягчение скачкообразности инфляционных колебаний и др. Защитники этой политики не соглашались с ее якобы негативным влиянием на экономический кризис, напоминая, что снижение темпов роста инфляции ниже намеченной цели с 2% до 0% началось не до, а уже после кризиса³⁸.

На другом полюсе полностью отрицалась ключевая роль политики таргетирования в снижении и стабилизации уровня инфляции. Более того, такое отрицание перерастало в обвинение этого режима в том, что сама политика таргетирования инфляции привела к финансовому кризису и последующему спаду производства и росту безработицы.

³⁶ См., например: Bernanke B.S. et al. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. – Princeton: Princeton University Press. 1999; Corbo V.O. et al. *Assessing inflation targeting after a decade of world experience* // *International Journal of Finance and Economics*. 2001. No.6. P. 343-368; Truman E.M. *Inflation Targeting in the World Economy*. – Washington: Institute for International Economics, 2003; Vega M., Winkelried D. *Inflation targeting and inflation behavior: A successful story?* // *The International Journal of Central Banking*. 2005. No.1. P. 153-175; *Monetary Policy Under Inflation Targeting* / Ed. by F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel. – Chile: Central Bank of Chile. 2007.

³⁷ Снижение темпов инфляции при одновременном ускорении экономического роста было типичным для экономической ситуации в большинстве стран в докризисный период 1990-2007 гг., но в странах, применявших политику ТИ, показатели и по инфляции, и по росту экономики были лучше, чем в странах, применявших другие режимы денежной политики. См.: IMF. *Conditionality in Evolving Monetary Policy Regimes*. March 5, 2014. P. 8.

³⁸ Однако первые эпизодические симптомы дефляции с отрицательными индексами цен были зарегистрированы на месячном уровне в США и ЕС в 2008-2009 гг.

Самая первая и самая серьезная критика в адрес ТИ заключалась в том, что политика ТИ не опирается на последовательную теорию экономического развития. С этим согласны практически все. Но наиболее конструктивно, с точки зрения предлагаемой им новой теории «общей динамичной стратегии», ее выражает в своих работах австралиец Грэм Дональд Снукс³⁹. Он считает, что проводимая на практике политика таргетирования инфляции не может быть эффективной в долгосрочном плане, так как нет правильного понимания природы и закономерностей инфляции. В своей теории Снукс различает стратегическую (здоровую) инфляцию и нестратегическую (нездоровую) инфляцию. Нездоровая нестратегическая инфляция появляется вследствие плохой экономической политики государства и/или внешних влияний (вроде нефтяного кризиса 1970-х годов). Здоровая стратегическая инфляция является результатом взаимосвязи между стратегическим спросом (спрос со стороны нового стратегического локомотивного сектора в экономике) и реакцией на него со стороны предложения. Когда общество переключается на новую динамичную стратегию, родоначальники этого нового центрального курса создают новый спрос на широкий спектр материальных, интеллектуальных и институциональных ресурсов, необходимых для осуществления новой стратегии. Этот стратегический спрос набирает силу и расширяется, что ведет к росту цен на эти ресурсы, поскольку они всегда дефицитны и их предложение меньше стратегического спроса. Государству не следует вмешиваться в стратегическую инфляцию, так как со временем равновесие спроса и предложения наступит автоматически, в отличие от нестратегической инфляции, которая всегда требует государственного вмешательства. В рамках политики таргетирования инфляции не различается здоровая и нездоровая инфляция, тормозится центральный стратегический курс экономического развития, искажается динамичный механизм стратегического стимулирования роста.

Следующее критическое возражение против политики таргетирования инфляции – это ее формальное применение безотносительно к общему экономическому положению страны. В этих случаях политика таргетирования инфляции, «зациклившись» на низкой инфляции, пренебрегала решением более приоритетных задач макроэкономики. В докладе Банка Англии в 2012 г. был подведен далеко не оптимистичный итог: «Стало ясно, что ценовая стабильность не гарантирует финансовой стабильности... Одновременно с низкими стабильными потребительскими ценами в 1990-х и начале 2000-х годов возникли большая волатильность цен на финансовые активы и тревожный увеличивающийся денежно-кредитный крен в некоторых странах»⁴⁰. Инфляция и борьба с ней приобрели гипертрофированное значение в ущерб другим задачам: стабильности экономического роста, занятости и валютного курса, заняв место дискредитированных упрощенных рецептов монетаризма, оплаченных дорогой ценой странами, уверовавшими в него. В этом ключе, например, критиковал таргетирование инфляции нобелевский лауреат Дж. Стиглиц, назвавший ТИ «новой мантрой».⁴¹ По оценке Стиглица, современный финансовый кризис отчасти явился результатом «зацикленности» центральных банков на инфляции. Монетарная

³⁹ Г.Д.Снукс – глава школы общественных наук в Австралийском национальном университете и основатель нового широкого направления в современной экономической теории – реалистичной динамичной стратегии развития человеческого общества. См.: Snooks G.D. Strategic Demand and the Growth-Inflation Curve. New Theoretical and Empirical Concepts // Working Papers in Economic History. 1997. No.195 (July).

⁴⁰ Hammond, G. State-of-the-Art of Inflation Targeting // Centre for Central Banking Studies, Bank of England. Handbook No.29. February 2012. P. 16-17.

⁴¹ См.: Stiglitz J. The Failure of Inflation Targeting. 2008 (<http://www.project-syndicate.org>).

политика должна быть сбалансирована и нацелена на воздействие не только на инфляцию, но и на конкретную текущую экономическую ситуацию. Повышение процентных ставок в ответ на любое превышение запланированного уровня инфляции *независимо от источника роста цен* является таким же упрощенным рецептом, как и монетаристские правила. Политика ТИ оказалась малоэффективной в условиях высокой зависимости страны от внешних рынков (особенно импорта нефти или продовольствия). В ситуации *импортируемой* инфляции, вызванной ростом мировых нефтяных и взлетом продовольственных цен, повышение процентных ставок внутри страны не может оказать необходимого воздействия на мировые цены зерна или топлива, то есть на внешние факторы инфляции. Более того, формально скорректированные процентные ставки, неэффективные в отношении инфляции, могут негативно подействовать на экономическое положение и повлечь за собой экономический спад, значительную безработицу, банкротства и пр., так что, по словам Стиглица, «лечение окажется хуже болезни». В этих условиях правительства этих стран должны больше всего думать о том, как сдержать влияние мировых цен на внутренние цены. Иначе говоря, они должны помнить о рисках макроэкономического ухудшения в условиях глобализации и либерализации мировой торговли и стараться обезопасить себя от их последствий. Догматическое применение инструментов этой политики может приводить к падению производства и росту безработицы. Например, при наступлении мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. и роста ИПЦ, вызванного ростом импортных цен, высокие уровни процентных ставок вызвали в ЮАР увеличение безработицы и большие потери на рынках жилья, автомобилестроения и розничной торговли, а в Австралии причинили огромный урон в жилищном строительстве.

Еще одно узкое место в режиме таргетирования инфляции высветилось в ходе мирового финансового кризиса – недооценка места и значения финансовой сферы, факторов ценообразования ключевых финансовых активов (акций и облигаций), их влияния на прогнозы инфляции, использования ресурсов и объема производства, игнорирование взаимосвязи между поведением финансового сектора, корпорациями и домохозяйствами. Так, в развитых странах низкая инфляция и стабильность потребительских цен, за которую отвечала политика ТИ, оказались странно изолированными посреди неудержимого роста биржевых цен на акции, всплеска цен на недвижимость и кредитного бума. При падении процентных ставок финансовые активы стали расти в цене, дорожали дома. С домами стали дорожать кредиты, которые люди брали для покупки домов (активов). В 1986-2006 гг. долг семей в жилищном секторе по отношению к доходу семьи вырос в США с 70% до 120%, а в Великобритании – с 90% до 140%⁴². Эта вакханалия на финансовом рынке происходила на фоне неутешительной динамики очень важного для монетарных властей макроэкономического показателя выпуска продукции – увеличивавшегося разрыва между реальным и потенциальным производством, который свидетельствовал о макроэкономическом нарушении в использовании ресурсов.

В 2008 г. начались банкротства крупнейших и успешных банков в Северной Америке и Европе, депрессия в экономике. Свою лепту в этот крах внес и стратегический отказ от прямого государственного экономического регулирования, затронувший и финансовую сферу. Дерегулирование финансовой деятельности стало главным направлением послевоенной банковской политики в США, а затем и в Европе. В Соединенных Штатах ФРС последовательно вела политику ослабления всякого регулирования. На протяжении десятилетий регулирующие положения Банковского закона от 1933 г. толковались все более либерально, многие из них

⁴² King M. The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy. – L.: Little, Brown Book Group, 2016. P. 23.

постепенно смягчались или даже отменялись. Наконец в 1999 г. были сняты все остававшиеся ограничения банковской деятельности.

Дерегулирование привело к быстрой диверсификации и расширению банковского сектора. В результате за 5 лет до 2008 г. активы крупных международных банков удвоились. Межбанковская торговля новыми и сложными финансовыми продуктами создала такую взаимозависимость, что проблемы одного банка тут же распространялись как инфекция на другие банки. Банки все меньше полагались на собственные ресурсы для финансирования кредитования и все больше зависели от взятых ими займов.

Высокие цены на финансовые активы и низкие процентные ставки в ходе финансового кризиса стали двумя главными темами в дебатах о принципиальной неспособности политики ТИ справиться с ними. Финансовый кризис выявил недостаточность политики ТИ в неблагоприятных условиях, особенно из-за ее автономности в отношении налоговой политики, которая тащит экономику в противоположном направлении. Иначе говоря, политика ТИ была успешна в благоприятных финансовых условиях, то есть когда не было заметных нарушений рыночного равновесия внутри финансово-банковской сферы, а также между финансовой и производственной сферами.

Исходя в целом из позитивной оценки результатов ТИ, хотя и признавая наличие ее слабых сторон, умеренная критика ТИ делала вывод, что отказываться от ТИ не стоит, надо сохранить эту политику, но расширить круг ее задач и полномочия центральных банков с тем, чтобы реагировать на рост не только потребительских цен, но и цен финансовых активов и на рост кредита.

Радикальные противники таргетирования инфляции⁴³ объясняют ее успех исключительно тем, что ей повезло со временем ее осуществления. По их мнению, снижение инфляции и стабильность цен при режиме таргетирования инфляции происходили не благодаря, а в некоторой степени даже вопреки этой политике. Две цели – стабильность цен и стабильность экономического роста и полной занятости – достигались благодаря благоприятному моменту в развитии мировой экономики. Это было связано не с политикой таргетирования инфляции, а с позитивным ростом предложения в экономике на основе научно-технического прогресса, буквально инновационного взрыва и вызванного им роста производительности труда в развитых странах, а также в результате интенсивного экономического роста в азиатских странах. Превышение предложения над совокупным спросом и было главной причиной поступательного равномерного снижения цен. Снижение цен могло бы быть и ниже целевого уровня инфляции, даже ниже нуля, если бы не было противодействия этому процессу со стороны центральных банков, которые снижали учетные процентные ставки, опасаясь дефляции. Однако удешевление денег только подстегнуло дальнейший рост предложения в глобальной экономике, не оказывая такого же воздействия на рост спроса. Одновременно с этим удешевление денег вызвало бум в финансовой сфере (рост кредита, рост цен на финансовые активы) и с ним финансовые пузыри, а затем финансовая сфера раздулась до непомерного размера и кончилась «эра экономического роста с низкой инфляцией и полной занятостью»⁴⁴, по выражению бывшего главы Банка Англии М. Кинга. Кинг считает, что причина большинства финансовых кризисов, после которых начинается серьезная депрессия, возникает из-за «неумения управлять деньгами и банками. Финансовый кризис 2007-2009 гг. произошел не по вине конкретных лиц или из-за

⁴³ Beckworth D. Op. cit. P. 7-8.

⁴⁴ King M. Op. cit. P. 5-6. Мервин Кинг – член Британской и Американской академий, почетный член Кембриджского и ряда других всемирно известных университетов, более 20 лет на службе в Банке Англии, в том числе в должностях сначала главного экономиста, а затем заместителя Председателя и Председателя Банка Англии (2003-2013 гг.), пожалован королевой Великобритании титулом лорда.

неверной экономической политики. Это, пожалуй, было просто самое последнее проявление нашей неспособности справляться с взаимоотношением между финансовой сферой – сферой денег и банков – и капиталистической системой. Дать оценку этого мы оказались не способны, поэтому большинство анализов кризиса сосредоточено на симптомах, а не на глубинных причинах того, что пошло не так»⁴⁵.

В реальности, как показал кризис 2007-2009 гг., при столкновении инфляции со спадом в экономике монетарные власти воспринимали инфляцию как зло хуже депрессии. Как заявил в 2009 г. глава ФРС Бернанке, «несмотря на 10-процентный уровень безработицы, ФРС не стала бы повышать целевой уровень инфляции, потому что это поставило бы под угрозу доверие к ФРС и проводимой ею политике против роста инфляции»⁴⁶. Примерно такое же понимание сложилось у ЕЦБ, который поднимал свою целевую процентную ставку дважды в 2011 г. по инфляционным соображениям, то есть с целью не допустить экономического подъема и инфляции.

В последнем кризисе и после него проблемы финансовых активов, низких процентных ставок и инфляционно-дефляционной динамики цен ясно обозначились как часть глобальной проблемы макроэкономического неравновесия. В условиях выросшей глобальной взаимозависимости финансовых учреждений и особенно центральных банков эти проблемы будут только расти и их решение выходит за рамки действия только изолированной монетарной политики. Монетарная политика в этот период, нацеленная на стимулирование спроса путем снижения процентных ставок, увеличения государственных расходов, может оказаться неэффективной и не решает проблем ни дефицита денег, ни тем более глобального неравновесия. На национальном уровне их надо решать с помощью сочетания монетарной и фискальной политики и, главное, возврата к регулированию банковско-финансовой деятельности. Что касается проблем глобального неравновесия, они должны решаться путем международной координации. Именно этого требует и возросшая взаимозависимость финансовых систем.

Проблема и угроза дефляции

Предвестники дефляции. После финансового кризиса 2007-2009 гг. и последующего спада в экономике с 2011 г. во многих странах проявилась тенденция снижения инфляции ниже таргетируемого уровня. За 2011-2015 гг. падение темпов роста цен (дезинфляция) приобрело устойчивый характер. Из 120 стран к 2015 г. инфляция была ниже прогнозного уровня в 85% стран, при этом в половине стран – ниже 2%, почти в 40% стран – ниже 1% и в 20% стран – ниже нуля.⁴⁷ Общий индекс потребительских цен в развитых странах упал в среднем с 2,7% до 0,3%, а в странах еврозоны – с 2,7% до 0,0%. Более того, дезинфляция потребительских цен перешла в дефляцию в отдельных странах в 2015-2016 гг. (см. табл. 1.1).

Для современной дезинфляции характерна понижательная динамика сразу нескольких измерителей инфляции. В большинстве развитых стран и ряде стран с формирующейся рыночной экономикой снижался не только общий ИПЦ, что прежде всего было вызвано падением почти на 60% мировых нефтяных цен (за 2014 г.)⁴⁸. Базовая инфляция (исключающая продовольствие и энергоносители), по

⁴⁵ King M. Op. cit. P. 16.

⁴⁶ Цит. по: Beckworth D. Op. cit. P. 12.

⁴⁷ IMF. World Economic Outlook. Subdued Demand: Symptoms and Remedies. October 2016. Chapter 3. Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy. P. 121-122 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/c3.pdf>).

⁴⁸ Цены упали с 110,8 долл. за баррель в декабре 2013 г. до 62,3 и 47,8 долл. за баррель в декабре 2014 г. и январе 2015 г. соответственно. US Energy Information Administration. (https://www.eia.gov/dnav/pet_pri_spt_sl_a.htm).

сравнению с общим ИПЦ точнее улавливающая направление инфляционного тренда, тоже понизилась во всех развитых экономиках ниже таргетируемого центральными банками уровня, хотя и была несколько выше общего ИПЦ. Замедлившаяся и остановившаяся на предельно низком уровне инфляция привела к снижению показателя среднесрочных (5 лет) инфляционных ожиданий (в США с 3% до 2% и менее, в еврозоне – с 2,3% до 1,5%)⁴⁹.

Среди причин современного снижения ИПЦ первое место принадлежит синергии двух факторов – спаду в экономике на мировом и национальном уровнях и «глобализации». Снижение темпов промышленного производства происходит в трех крупнейших экономиках мира, являющихся постоянными торговыми партнерами (США, Китай, Япония) и дающих 45% мировой промышленной продукции. В США средний темп промышленного роста снизился с 2,5% в 2011-2013 гг. до 0,3% в 2014-2016 гг., а в Японии – с 0,3% до -2,5%.⁵⁰ Особенно сильно «подвел» Китай, где не оправдался прогноз ожидавшегося более высокого роста и где избыточные инвестиции в ряде обрабатывающих отраслей привели к значительной недогрузке производственных мощностей и снижению темпа промышленного роста в среднем за то же время с 10,7% до 6,3%.

Возросшая роль глобализации в дефляционном процессе подчеркивается снижением экспортно-импортных цен на товары, широко представленные в мировой торговле. Проведенный исследователями МВФ анализ вклада глобализации в динамику инфляции по 120 странам показал, что в 32 развитых экономиках (то есть наиболее затронутых глобализацией, с большой долей внешнеторгового оборота) вклад этого фактора в целом вырос очень значительно – с 47% в 2007-2008 гг. до 60% в период 2009-2015 гг.⁵¹

В отраслевом разрезе дезинфляция проявляется больше в обрабатывающей промышленности, чем в услугах, а среди промышленных отраслей – сильнее всего в импортно-экспортных отраслях. В обрабатывающей промышленности индекс цен производителей (один из измерителей инфляции, тесно связанный с ИПЦ) в 2014-2016 гг. упал ниже нуля во всех трех ведущих экономиках мира под влиянием таких структурных факторов в обрабатывающей промышленности, как усиление спада и недогрузки мощностей; ослабленное состояние рынка труда и снизившийся рост импортных цен (при большой доли импорта в этом секторе и самого этого сектора в мировой торговле). Падение производства и цен в обрабатывающей промышленности подстегивает производителей к снижению издержек, в частности, за счет оплаты труда. С этой целью в развитых странах сегодня, вследствие ослабленной переговорной позиции работников, производитель использует не только сокращение рабочих мест, но и скрытое понижение зарплаты.

В экономиках с формирующимся рынком картина отдельных факторов в инфляционной и дезинфляционной динамике отличается большей разнородностью, чем в развитых экономиках. В этих странах дополнительно существенную роль играл валютный фактор (причем ревальвация работает на снижение, а девальвация – на повышение инфляционной кривой).

Причины дефляции. Впервые в послевоенный период США и ЕС столкнулись с отрицательной динамикой индекса цен в разгар последнего кризиса 2007-2009 гг. Хотя падение цен было очень незначительным (меньше 1%) и носило эпизодический характер, воспринято оно было с большой тревогой как возможная угроза финансовой стабильности и благополучию, которые сложились в период 1990-2007 гг.

⁴⁹ Ibid., P. 123, 128.

⁵⁰ Ibid. P. 144.

⁵¹ IMF. World Economic Outlook. Subdued Demand: Symptoms and Remedies. P.126-127.

Дефляция – это снижение самих цен в отличие от дезинфляции, то есть замедления темпов роста цен. Собственно дефляция в США и отдельных странах ЕС измерялась малыми величинами (часто десятными долями процента) и в основном на месячном уровне⁵², но при сочетании предельно низких уровней инфляции (от 0 до 1%) и низких процентных ставок центральных банков возникает картина ранних симптомов, которые могут перерасти в дефляционное общеэкономическое заболевание. Экономическое сообщество и центральные банки забились тревогой, поскольку риски и издержки *дефляции* признаются опаснее рисков и издержек *инфляции*. Величина издержек устойчивой дефляции, как и высокой инфляции, зависит от ее источников, размаха и длительности, а также от устойчивости дефляционных (инфляционных) ожиданий.

Сам уровень нынешнего снижения цен в развитых экономиках не идет ни в какое сравнение с масштабной дефляцией предвоенной Великой депрессии. Полные тревоги и опасений современные обсуждения дефляции в СМИ и академических кругах, по-видимому, скорее объясняются тем, что дефляция для подавляющего большинства специалистов еще недавно была каким-то полузабытым и абсолютно нереальным, невероятным явлением, которое вдруг неожиданно превратилось в актуальную проблему.

Сегодняшняя дефляционная ситуация реанимировала интерес к двадцатилетнему дефляционному опыту Японии 1990-х и 2000-х годов. До сих пор Японии не удается восстановить рост экономики и цен на желательном уровне. Особенно низкой – в среднем -0,3% за 1990-2015 гг. – инфляция была по показателю дефлятора ВВП (за тот же период ИПЦ был положительным, хотя и невысоким – в среднем 0,5%). Главным первоначальным фактором дезинфляции был денежный – это проявившийся в начале 1990-х годов финансовый пузырь вследствие роста цен на финансовые активы (акции и облигации). Затем на протяжении 1990-1997 гг. стала набирать обороты дезинфляция, которая, вследствие таких факторов, как ревальвация иены и превышение предложения над спросом, переросла в 1998-2013 гг. в дефляцию.

Основное дефляционное давление в Японии оказывал падающий спрос на товарном рынке и рынке труда. В частности, на японском рынке труда, во-первых, возник явный перевес работодателей над наемной рабочей силой в переговорном процессе во время заключения коллективных договоров (ослабление переговорной позиции труда против капитала) и, во-вторых, происходило старение и замедление роста населения. Ослабление переговорной позиции труда против капитала подтверждается такими тенденциями, как падение доли наемных работников, работающих на постоянном контракте, снижение номинальной и реальной зарплаты (в 1998-2013 гг.). Эти тенденции, в свою очередь, способствовали как снижению издержек труда на единицу продукции, так и уменьшению доходов работников. Сдерживанию спроса способствовал и демографический фактор – рост доли пожилых при уменьшении роста населения. Япония тогда дала первый за послевоенное время пример того, когда в условиях дефляции зарплата стала терять сопротивляемость к понижению. Сейчас подобная ситуация на рынке труда повторяется и в других развитых странах.

На товарном рынке важным для Японии фактором, способствующим дезинфляции и последующей дефляции, было усиление конкуренции вследствие: 1) ослабления характерного для Японии жесткого олигополистического рынка в обрабатывающих отраслях; 2) дерегулирования экономики под внешним давлением; 3) растущей открытости внутреннего рынка с ростом экспорта и импорта.

⁵² Эти показатели нередко перемежаются с очень низкими уровнями инфляции (от 0 до 1,0%), которые, как считается, вызывают такие же проблемы, как при дефляции.

С объяснением причин дефляции, как и с инфляцией, существует несколько распространенных теоретических идей. Одна из них связана с именем крупного американского экономиста Ирвинга Фишера, который в 1933 г. выдвинул «долговую» теорию дефляции как части более широкой теории циклов⁵³. Фишер объяснял, каким образом аномальное наращивание совокупного долга в экономике неизменно приводит к дефляции, которая оказывает отрицательное влияние на всю экономику. В условиях долговой дефляции должники беднеют, а кредиторы, которые богатеют, не склонны увеличить свои расходы в таком объеме, чтобы нивелировать последствия потерь должников. Он писал, что «долговой пузырь» лопается, когда либо должники, либо кредиторы, либо те и другие одновременно не выдерживают нервного напряжения в ожидании краха и в конце концов начинают ликвидацию долгов. Долг ликвидируется путем дорогостоящих банкротств при вынужденной продаже активов по бросовым ценам, сжатию банковских депозитов по мере выплаты банковских займов и замедления скорости кредитно-денежного оборота. Начинается процесс снижения стоимости всего залогового имущества, включая жилье, который перекидывается и на акционерный капитал (лавинообразно обрушивается на все активы). При падающих ценах обрушиваются прибыли в производственной сфере, что ведет к массовым увольнениям и закрытию производства. В итоге растущий пессимизм и потеря доверия приводят к бессмысленному накоплению запасов и еще большему замедлению денежного обращения. Необходимое предложение денег резко сужается, следствием чего является падение цен, то есть дефляция. По мнению Фишера, именно так американская экономика впала в Великую депрессию в начале 1930-х годов. Фишер особенно настаивал на неразрывной связи чрезмерно большого долга и падения цен, а падение цен означало рост стоимости доллара. Это вело к росту реального долга, выраженного в товарных ценах.

«Долговая» дефляция затрагивает не только ипотечных должников, компании и банки, но и государство. Когда в 2008 г. разразился мировой финансовый кризис, председатель ФРС Бернанке был решительно настроен не допустить повторения ошибки 1929 г. Однако ФРС не удалось восстановить банковскую ликвидность и предотвратить дефляционное сжатие денежной массы, а также удержать правительство от выпуска новых государственных займов. Принятые в этот момент антикризисные, по мнению американского правительства, меры привели на самом деле к усугублению причины дефляции – почти к удвоению и без того чрезмерного (по отношению к ВВП) государственного долга с 10 трлн. долл. в 2009 г. до 18 трлн. долл. в 2014 г. При этом, однако, выпуск государственных облигаций на триллионы долларов слабо стимулировал экономический рост в реальном экономическом секторе, зато в основном пошел на спасение банков, чему вольно или невольно способствовала и ФРС. Суть же дела в том, что практически это был результат не сиюминутной, а долголетней американской политики – в течение полувека госдолг США рос вдвое быстрее, чем ВВП. Опыт США копировался другими промышленно развитыми странами. В итоге не только американская, но и мировая экономика получила новый долговой пузырь. Такое долговое бремя, особенно созданное крупнейшими экономиками, содержит риски как для мировой финансовой стабильности, так и для экономического роста⁵⁴.

Многие экономисты, не считая денежный фактор главным, анализируют и дефляцию, и инфляцию как многофакторные явления, основные причины которых заложены в сфере реального производства и его структурных дисбалансах. В частности, среди таких факторов выделяют: соотношение спроса-предложения на

⁵³ Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. // *Econometrica*. 1933. No.4. P. 337-357.

⁵⁴ См. данные о размере долгового бремени по отношению к ВВП на мировом уровне в главе 8.

товарных рынках и рынке труда; соотношение сбережений и инвестиций; характер валютного курса (фиксированный, плавающий); открытость-закрытость экономики; соотношения основных относительных цен в экономике. Так, в настоящее время распространенным стало объяснение глобальной дефляционной динамики как результата отставания роста глобального спроса от роста глобального предложения товаров. Рост предложения товаров на мировом рынке объясняют ускорившимся в условиях глобализации ростом мощностей, ростом инвестиций и приростом производительности труда в мире в целом. Платежеспособный спрос, однако, не растет в том же темпе, возможно, где-то из-за неравномерного распределения дохода, а где-то, возможно, из-за перенасыщения потребительского рынка. В любом случае превышение предложения над платежеспособным спросом вызывает падение цен.

Дефляция опасна также потенциально возможной дефляционной ловушкой, или дефляционной спиралью. При падении уровня цен могут возникнуть и укрепиться дефляционные ожидания потребителей и инвесторов. Тогда в ожидании дальнейшего снижения цен потребители откладывают свои траты, а инвесторы – свои инвестиции. Если при этом ожидавшаяся ранее процентная ставка растет, то растет и доход от сбережений, а потребление и инвестиции опять отодвигаются на будущее, отражаясь в сокращении совокупного спроса, что, в свою очередь, снова ведет к падению цен. Возникает дефляционная спираль, где ослабление спроса и дефляция усиливают друг друга. Часто начало спирали приписывают ошибке или ошибкам монетарной политики, а дальше, раз начавшись, дефляция становится самовоспроизводящимся процессом, который очень трудно остановить и выпрямить.

В зависимости от конкретных причин дефляции и состояния экономики ее последствия бывают разные. Дефляция может стать показателем застоя в экономике. Вместе они несут в себе опасность надолго задерживаться. Устойчивая дезинфляция с угрозой перехода ее в открытую дефляцию влечет за собой много потенциальных негативных последствий, одним из них, возможно наиболее важным, является снижающаяся действенность национальной монетарной политики. Низкая инфляция серьезно ограничивает способность монетарной политики воздействовать на снижение спроса, на спад производства и рост безработицы с помощью ее главного инструментария – краткосрочных процентных ставок, так как в условиях устойчивой низкой инфляции процентные ставки снижены до предельной нижней границы и сужается поле для маневрирования монетарных властей. Дальнейшее снижение процентных ставок, используемых для оживления спроса и производства, становится практически невозможным. В условиях серьезно ограниченных возможностей монетарной политики уменьшается доверие к монетарным властям и возрастает потребность и интерес к нестандартным решениям в этой области. Например, неординарной мерой было объявление ЕЦБ в июне 2014 г. впервые отрицательной ставки по депозитам (юридических лиц) с целью дестимулировать накопления и простимулировать инвестиционную активность⁵⁵. В 2016 г. отрицательные процентные ставки, что по сути является платой за хранение денег банком, были использованы центральными банками Европы, Японии, Швейцарии, Дании и Швеции.

Поэтому в условиях широкого распространения дезинфляционного процесса на многие страны с разным уровнем развития рынка и экономики, очевидной трансграничной передачи дезинфляции, синхронного ослабления деловой активности во многих крупных экономиках и ограниченного поля действия

⁵⁵ ЕЦБ устанавливал следующие ставки по депозитам: 0,0% в 2012-2013 гг., -0,1% в июне 2014 г., -0,2% в сентябре 2014 г., -0,3% в декабре 2015 г., -0,4% в марте 2016 г. <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

экономической политики во многих странах необходима синергия всех возможных политико-экономических мер и рычагов. Одних мер монетарной политики может быть недостаточно для того, чтобы вернуться к здоровой инфляции. Необходим всеохватывающий пакет мер – налоговых, ориентированных на поощрение роста; структурных реформ, обращенных на поддержку спроса; и дополнительных мер по укреплению финансовой устойчивости банков и корпораций. Для смягчения рисков затяжного сниженного спроса и дефляции, для стимулирования занятости и зарплаты в одной из рекомендаций МВФ допускается даже возможность запуска здоровой спирали «зарплата-цены», с вектором вверх, что-то вроде политики доходов в обратном направлении⁵⁶.

Не встречавшиеся ранее проблемы дефляционного тупика сегодня заставляют вернуться к проблемам сопряженности стабильности цен со стабильностью производства и занятости и, главное, к рассмотрению этих вопросов на более широком фоне всего послевоенного и даже более длительного периода развития рыночной экономики. Новое звучание научному обсуждению этих проблем придают прорывающиеся все чаще ноты разочарования от «превратившейся в математическую дисциплину экономической теории (economics), где, – по словам британского экономиста и бывшего главы Банка Англии М. Кинга, – утверждения логически убедительны, но никогда не бывают полностью правдоподобны»⁵⁷. Поэтому идет некоторый возврат к неформализованной постановке «старых» кардинальных вопросов о дальнейшем развитии капитализма, его движущих силах, его противоречиях, причинах капиталистических кризисов, о возможных путях выхода из них, в связи с чем вспоминают К. Маркса, Дж. М. Кейнса и других мэтров макроэкономики. Доказательством является небывалый успех таких последних бестселлеров по макроэкономике, как «Капитал в 21 веке» французского экономиста Тома Пикетти⁵⁸ (2013 г.) и «Конец Алхимии: деньги, банковское дело и будущее глобальной экономики» Мервина Кинга (2016 г.).

Сейчас уже очевидно, что вопрос о том, как реформировать монетарную политику, чтобы вернуться из состояния глобальной долговой дефляции к нормальной инфляции, уступил первенство задаче, как восстановить глобальное макроэкономическое равновесие, то есть устранить причину глобальной долговой дефляции. В конце концов равновесие не может не восстановиться, но главный вопрос в том – какой ценой и когда? Хочется надеяться, что в мире будут найдены новые стратегические драйверы в каких-нибудь новых для экономики сферах человеческой деятельности, которые помогут вывести глобальную экономику из нынешнего тупика.

⁵⁶ IMF. World Economic Outlook. Subdued Demand: Symptoms and Remedies. October 2016. Chapter 3. Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy. P. 142-143.

⁵⁷ King M. Op. cit. P. 13

⁵⁸ Книга сразу стала бестселлером № 1 среди специальной литературы и переведена на французский, английский, немецкий, китайский, испанский языки. Главный тезис автора – норма доходности на капитал в длительной перспективе намного превышает темпы роста экономики и доходы от труда, в результате чего концентрация богатства у 1% населения и неравенство в распределении богатства создают социально-экономическую нестабильность. Автор признает «политически невозможным» собственное предложение глобального налога на богатство (до 2%) и прогрессивного налога (до 80% на доход от 0,5 млн. долл.). Современную форму капитализма он называет «наследственной капиталистической экономикой», с угрозой перерастания в олигархию, чье влияние на экономику и общество подрывает устойчивость демократии. Чтобы справиться с неравенством, которое является имманентной чертой капитализма, по мнению автора, необходимо государственное вмешательство.

Глава 2. Природа инфляции – эволюция теоретических представлений

Стабилизация цен или низкая устойчивая инфляция в настоящее время является важнейшей целью денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками развитых стран мира. Причины приоритета низкой и устойчивой инфляции коренятся в тех издержках, которые накладывает высокая и часто меняющаяся инфляция на экономику. Однако слишком низкая и отрицательная инфляция (снижение общего уровня цен) также оказывают негативное воздействие на экономику и общество.

Достигнутый консенсус является результатом длительной эволюции взглядов экономистов на природу и факторы инфляции, а также на тот ущерб, который она наносит развитию и экономическому росту. Современные представления об инфляционной динамике и регулирующей роли денежной политики существенно отличаются от взглядов 40-летней давности. Вместе с тем, несмотря на более глубокое понимание того, что движет ростом цен, в теории инфляции и практике денежной политики остается много неясного. Возникают и новые проблемы, связанные с особенностью современного экономического режима – низких процентных ставок, низких темпов роста и низкой инфляции, что меняет отклик экономики на действия центральных банков. Денежная политика нуждается в ответах на поставленные вопросы, что требует дальнейшего развития теории инфляции и инфляционных ожиданий.

Инфляция и долгосрочная нейтральность денег

Под инфляцией обычно понимается устойчивый и продолжительный рост цен на широкую группу товаров, то есть быстрое и устойчивое повышение *общего уровня цен* в экономике. При значительном и устойчивом росте цен причиной инфляции скорее всего являются высокие темпы роста денежной массы. Как писал Милтон Фридман: «Инфляция всегда и везде представляет собой денежное явление»⁵⁹. С этим согласно большинство экономистов, но только тогда, когда речь идет о долгосрочной перспективе. Консенсус основан на понятии *долгосрочной нейтральности денег*, которое тесно связано с количественной теорией денег. Оно означает, что поведение домашних хозяйств и фирм в долгосрочном периоде полностью зависит от значений не номинальных, а реальных показателей. Иными словами, спрос домашних хозяйств и компаний на товары, услуги и активы (как физические, так и монетарные) в долгосрочном периоде является функцией только очищенных от инфляции реальных переменных – реальных доходов, реальных цен, реальных ставок процента. При долгосрочной нейтральности денег рост денежной массы не оказывает воздействия на реальные переменные, а влияет только на инфляцию: темп роста цен в точности равен темпу роста предложения денег.

Особая роль предложения денег в развитии инфляции в долгосрочной перспективе связана с тем, что ни один другой фактор, ни со стороны совокупного предложения, ни со стороны совокупного спроса, не способен приводить к устойчивому повышению цен. Повторяющийся рост цен требует либо устойчивого снижения совокупного предложения, что при заданном технологическом прогрессе практически невозможно, либо устойчивого повышения совокупного спроса, что для большинства переменных, влияющих на спрос, помимо денег, имеет важные ограничения: не может быть повторяющихся увеличений совокупного спроса, вызванных увеличением государственных закупок или снижением налогов. В то же

⁵⁹ Friedman M. The Counter-Revolution in Monetary Theory // Wincott Memorial Lecture. Institute of Economic Affairs. 1970. Occasional Paper No.33.

время предложение денег может расти почти любым темпом и, действуя на спрос, определять устойчивый рост цен. Как отмечает Дэвид Ромер: «Рост денежной массы играет особую роль в определении инфляции не потому, что деньги влияют на цены более непосредственно, чем другие факторы, а потому, что как мы знаем из эмпирических исследований, вариации темпа роста денег объясняют большую часть вариаций темпов роста агрегированного спроса»⁶⁰.

Таким образом, в долгосрочном периоде, как утверждал Милтон Фридман, инфляция представляется чисто монетарным явлением, полностью зависящим от динамики предложения денег. При таком подходе монетарная политика кажется достаточно простой: нужно выбрать необходимый долгосрочный уровень инфляции и добиваться его с помощью определенного темпа роста денежной массы. Фридман считал, что лучше всего использовать постоянный темп роста денежной массы. Проблема возникает лишь с выбором того или иного денежного агрегата: M_1 , M_2 или иного показателя. Но если он выбран, то действует общий принцип: чем выше целевой показатель инфляции, тем активнее должно расти предложение денег и наоборот, чем быстрее растет денежная масса, тем выше инфляция.

В начале 1980-х годов ФРС США активно снижала инфляцию, развившуюся в 1970-е годы, путем агрессивного уменьшения темпа роста денежной массы. И хотя Пол Волкер (с 1979 по 1987 гг. президент ФРС) не считал себя монетаристом, подобные монетаристские идеи резкого снижения темпов роста денежной массы помогли ему добиться значительного уменьшения инфляции в 1980-е годы с 10% до 3,5% к концу его пребывания в должности⁶¹.

Однако тесная связь инфляции и денежной массы может нарушаться при относительно низкой инфляции. Небольшие изменения цен могут вполне компенсироваться ростом скорости обращения денег и не требовать увеличения денежной массы.

Эта связь нарушается и тогда, когда речь идет о краткосрочном периоде. Если цены не корректируются мгновенно (что характерно для краткосрочного периода) в ответ на изменения денежной массы, то рост предложения денег может приводить не к росту цен, а снижению номинального, а затем и реального процента, что, в свою очередь, будет вести к росту реальных экономических показателей – выпуску и занятости. *Нейтральность денег теряется (предложение денег начинает влиять на реальные показатели)*, а связь между денежной массой и инфляцией становится неопределенной.

Кроме того, количество денег в обращении, которые в среднем нужны населению и фирмам при заданной инфляции (спрос на деньги), со временем также меняется – частично вследствие изменений в финансовом регулировании, а частично вследствие использования в банковском секторе и денежной сфере новых технологий. Так, начиная с середины 1980-х годов связь между ростом денег в обращении и инфляцией изменилась и стала очень нестабильной. Постоянный темп роста денежной массы, да и вообще контроль непосредственно над денежными агрегатами, перестал подходить для тонкого управления ростом цен.

Инструментом управления инфляцией в большинстве развитых стран мира стало регулирование уровня целевой краткосрочной номинальной процентной ставки. Последняя, в свою очередь, влияет на уровень реального процента, выпуска и инфляции. Связь инфляции с монетарной сферой сохранилась – изменение целевой ставки процента так меняет предложение банковских резервов на счетах центрального банка (банковские резервы – важнейший элемент денежной массы),

⁶⁰ Romer D. Advanced Macroeconomics. 4th ed. – N.Y.: McGraw-Hill, 2012. P. 515.

⁶¹ Williamson S. Neo-Fisherism, A Radical Idea, or the Most Obvious Solution to the Low-Inflation Problem? // The Regional Economist, July 2016, Federal Reserve Bank of Saint Louis. P. 6.

чтобы оно сравнилось со спросом на резервы – но стала более сложной и опосредованной. Действует сложный механизм трансмиссии политики центрального банка на уровень инфляции и выпуска, в котором динамика инфляции является результатом действия множества как монетарных, так и немонетарных факторов, например, инфляционных ожиданий.

Природа и факторы инфляции

Принципиальные трудности, с которыми сталкиваются центральные банки развитых стран мира при регулировании инфляции, связаны, во-первых, с тем, что инфляция является инерционным процессом и никакие меры денежной политики не могут дать быстрых результатов, то есть быстро понизить или повысить инфляцию.

Во-вторых, приходится иметь дело с *ненаблюдаемыми «виртуальными»* переменными, значения и динамику которых нельзя знать наверняка, а можно только предполагать и рассчитывать на основе моделей. Однако именно эти переменные являются главными факторами при проведении монетарной политики. Фактически денежная политика занимается мониторингом и управлением отклонений процентных ставок, инфляции, выпуска, безработицы от своих «естественных» значений и поскольку они неизвестны, то их нужно рассчитать. Точность расчетов, в том числе и с помощью моделей общего равновесия, является важным фактором эффективности денежной политики. Как говорил Роберт Солоу при обсуждении теории инфляции: «У нас имеется теория, в которой два основных понятия – естественная норма безработицы (или выпуска) и ожидаемый уровень инфляции имеют три общих крайне подозрительных свойства: они прямо ненаблюдаемы; они не очень хорошо определены; и, насколько мы можем судить, колеблются слишком сильно – они не стабильны»⁶².

В-третьих, чувствительность инфляции к воздействию тех или иных факторов меняется во времени. Иными словами, уравнения инфляции, полученные на одних периодах, могут быть непригодны для анализа и прогноза на других.

На инфляцию, вообще говоря, влияют три группы переменных: инерция, присущая этому процессу; факторы на стороне совокупного спроса; факторы на стороне совокупного предложения. Инерционность означает, что инфляция имеет тенденцию только очень постепенно отклоняться от своих прошлых значений и результаты *денежной политики проявляются лишь с лагом*.

В основе инерционности лежит *жесткость заработной платы и цен* (так называемые номинальные жесткости), которая связана с использованием компаниями длительных трудовых контрактов и контрактов поставки товаров, а также с асинхронностью (ступенчатостью) изменения цен и заработной платы у разных компаний. Жесткость цен проявляется в том, что фирмы, действующие в условиях несовершенной конкуренции, редко меняют цены, а реагируют на колебания спроса изменением объемов выпускаемой продукции.

Инерционность инфляции связана и с медленной корректировкой инфляционных ожиданий. Однако степень инерционности инфляции и ожиданий может меняться во времени и важную роль в этом играет монетарная политика.

Вопрос формирования инфляционных ожиданий является одним из важнейших при проведении денежной политики и оценки перспектив центрального банка поддерживать низкую и стабильную инфляцию. Вместе с тем эта область по-прежнему остается малоисследованной и центральным банкам приходится использовать разные концепции и модели ожиданий. Для эмпирической оценки

⁶² Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy. A Phillips Curve Retrospective / Ed. by J. Fuhrer and others. – Cambridge, MA: The MIT Press, 2009. P. 83-84.

ожиданий используются модельные расчеты, информация с финансовых рынков, а также данные опросов потребителей, компаний и профессиональных прогнозистов.

Вторым важнейшим фактором инфляции является динамика спроса. Инфляция растет в ответ на существование избыточного спроса в экономике и снижается, когда совокупный спрос недостаточен (для обозначения данного состояния экономики используется термин «slack» – «провисание, слабость»). Состояние спроса прямо связано с циклическим состоянием экономики и степенью использования имеющихся в экономике ресурсов.

Часто используемой характеристикой циклического состояния экономики является отклонение фактического выпуска от потенциального. В этом случае избыток или недостаток спроса определяется при сравнении текущего уровня выпуска с динамикой долгосрочного тренда совокупного выпуска, рассчитываемого при условии гладкого и постепенного роста всех имеющихся в экономике ресурсов – труда, капитала, земли и технологического прогресса. Этот *не наблюдаемый в действительности* тренд называется «потенциальным» или «естественным» выпуском и рассматривается как показатель полного использования ресурсов, имеющихся в экономике, в том числе и трудовых ресурсов. Иными словами, предполагается, что потенциальный выпуск в данный момент времени обеспечивает «полную занятость» в экономике.

Динамика потенциального выпуска также со временем меняется. Так, в период после кризиса 2007-2009 гг. темпы роста и послекризисный уровень потенциального выпуска в развитых странах существенно снизились по сравнению с трендом, наблюдавшимся до 2007 г. (см. рис. 2.1). Как видно на нижнем графике рисунка 2.1, темпы ежегодного прироста потенциального выпуска в США настоящее время находятся в диапазоне 1-2%, хотя весь период с начала 1950-х по середину 2000-х годов в среднем составляли 3,5% в год.

Рисунок 2.1. Ежегодный прирост реального потенциального ВВП (нижний график) и естественный уровень безработицы (верхний график) в экономике США в послевоенный период

Важно отметить, что на уровне потенциального выпуска, обеспечивающего полную занятость, *инфляция не имеет тенденции ни к ускорению, ни к замедлению*. Предполагается, что этому состоянию соответствует, так называемый не увеличивающий инфляцию уровень безработицы (NAIRU) и не увеличивающий инфляцию уровень использования мощностей (NAIRCU)⁶³. Эти показатели также служат ориентирами при измерении интенсивности давления спроса на инфляцию.

Если действительный выпуск превышает потенциальный, то денежные власти считают, что имеется избыточное давление на цены и существует угроза ускорения инфляции и, напротив, если действительный выпуск отстает от потенциального, то есть угроза снижения инфляции. Таким образом, такие показатели, как отношение действительного выпуска к потенциальному или «естественному» выпуску (разрыв выпуска), отношение действительного уровня безработицы к уровню NAIRU (разрыв безработицы) или отношение действительного уровня использования мощностей в экономике к уровню NAIRCU (разрыв использования мощностей) являются важнейшими показателями, используемыми центральными банками для оценки того, имеется ли в экономике избыточное или недостаточное давление спроса на уровень цен. Избыточный спрос заставляет инфляцию расти, а недостаточный спрос – снижаться.

Уровень полной занятости, который обеспечивает потенциальный выпуск, строго говоря, не означает, что норма безработицы равна 0. Показатель «естественной» нормы безработицы, используемый центральными банками, учитывает трения на рынке труда и структурные диспропорции, которые приводят к тому, что естественный уровень безработицы значительно больше нуля⁶⁴. Кроме того, учитывается и то, что сам по себе показатель NAIRU имеет тенденцию сдвигаться во времени (см. рис. 2.1). Еще раз отметим, что «естественные» показатели полного использования имеющихся в экономике ресурсов *прямо не наблюдаемы* и носят расчетный характер. Кроме того, они подвергаются частым корректировкам. Соответственно, условный характер носят и вычисления отклонений фактических от «естественных» или «нормальных» показателей экономики, которые непосредственно входят в уравнения инфляции. Так, естественный уровень безработицы в США долгое время находился в интервале между 5¼ и 6%. После кризиса 2007-2009 гг. он опустился ниже 5% с тенденцией к дальнейшему снижению. Учитывая падение темпов роста потенциального выпуска и естественного уровня безработицы в США, в настоящее время наблюдается достаточно высокая неопределенность относительно того, насколько экономика США близка к состоянию «полной занятости» и какие меры должна принимать ФРС. Сходные проблемы характерны и для других развитых стран мира⁶⁵.

На инфляцию также влияют сдвиги на стороне предложения, отражающиеся в изменениях издержек компаний, которые принято называть «шоками предложения». Эти шоки могут оказывать как положительное, так и отрицательное воздействие на динамику издержек. Основными переменными, оказывающими воздействие на

⁶³ NAIRU – non-accelerating inflation rate of unemployment; NAIRCU – non-accelerating inflation rate of capacity utilization. Эти показатели часто называют естественными уровнями безработицы и использования мощностей.

⁶⁴ К структурным факторам может, например, относиться снижение уровня занятости в определенных секторах экономики и депрессивных регионах страны. Перераспределение рабочей силы из депрессивных отраслей и регионов в другие более перспективные требует времени и вполне естественно, что часть работников будет какое-то время находиться без работы. Кроме того на рынке труда существуют и естественные трения, связанные с динамичным характером экономики: рабочие места постоянно создаются и исчезают, работники то входят, то покидают рынок труда.

⁶⁵ Evans C.L. Conducting Monetary Policy in an Evolving Environment. – Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago. 2016. October 11.

инфляцию со стороны предложения, являются цены импорта и цены на продукты питания и энергоносители. Изменение *относительных цен импорта, продуктов питания и энергоносителей* является важнейшей переменной для измерения инфляционного давления в экономике.

Учет множества противоречиво влияющих друг на друга факторов невозможен без использования сложных макроэкономических моделей. Они позволяют лучше понимать и прогнозировать инфляцию, а от точности прогнозов в значительной мере зависит и эффективность денежной политики. Центральные банки разных стран используют как чисто статистические, так и структурные модели, которые варьируются от простых до больших макроэкономических моделей общего равновесия. Вместе с тем по-прежнему важную роль при прогнозировании инфляции играют экспертные оценки специалистов, использующих самый широкий круг данных, не входящих в модели, а также собственный опыт и знания.

Эволюция кривой Филлипса – основной схемы анализа инфляции

Современная схема моделирования инфляции берет свое начало от хорошо известной кривой Филлипса, однако сильно изменившейся за последние 50 лет. Изменения настолько велики, что можно сказать, что *за вывеской «кривая Филлипса» сегодня и 50 лет назад скрываются совершенно разные представления о природе и факторах инфляции, а также о возможностях и механизмах денежной политики*. Поэтому правы и те экономисты, которые утверждают, что кривая Филлипса «умерла» (имея в виду старую кривую) и те, кто говорят, что она продолжает быть важнейшей схемой анализа инфляции (имея в виду ее новые варианты).

Исходно кривая Филлипса возникла в результате эмпирического исследования экономиста Филлипса, который обнаружил, что исторически безработица была низкой в те годы, когда быстро росла заработная плата, а высокой – в те годы, когда заработная плата росла медленно⁶⁶. Отрицательная зависимость между безработицей и инфляцией получила название кривой Филлипса. Она позволила макроэкономистам говорить о возможности *компромисса (выбора)* между инфляцией и безработицей, суть которого в том, что для сокращения безработицы можно соглашаться с относительно более высокой инфляцией и, напротив, что для снижения инфляции можно соглашаться на относительно высокий уровень безработицы:

$$\pi_t = -k U_t, \quad (1)$$

где π_t – инфляция в период t , U_t – безработица период t , k – коэффициент при переменной безработицы.

Сразу после своего появления кривая Филлипса стала очень популярной, поскольку устраивала и экономистов, принадлежавших к разным школам, и политиков. Одной из причин привлекательности модели была высокая стабильность установленной связи. Так, закономерность, выявленная Филлипсом для Великобритании в период с 1861 по 1913 гг., прекрасно вписалась и в данные для послевоенного периода с 1948 по 1957 гг.

Вторым фактором привлекательности кривой была ее способность подходить под множество имеющихся теорий инфляции. Фактически эти модель была весьма нейтральной и, хотя утверждала, что фактором роста цен является избыточный спрос, но ничего не говорила о том, что вызывает избыточный спрос.

Наконец, третьим фактором привлекательности модели стала ее востребованность у экономических политиков, поскольку позволяла обосновать

⁶⁶ Phillips A.W. The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957 // *Economica*. 1958. November. P. 283-299.

неспособность властей достичь полной занятости при стабильных ценах, что до появления кривой Филлипса считалось вполне совместимыми задачами. *Кривая, по существу, предлагала набор комбинаций «инфляция-безработица», из которых власти могли выбирать наиболее привлекательный вариант с учетом приемлемых общественных издержек.*

Исходная кривая Филлипса хорошо вписалась в статистические данные 1960-х годов для США: на протяжении всего этого периода безработица снижалась, а инфляция устойчиво росла. Широкое распространение получили взгляды, что соглашаясь с умеренными темпами инфляции, денежные власти могут бесконечно долго поддерживать низкий уровень безработицы. Но в дальнейший период отрицательная зависимость между инфляцией и безработицей не сохранилась. Более того, в 1970-е – начале 1980-х годов в США эта связь сменилась на противоположную – одновременно наблюдалась как высокая инфляция, так и высокая безработица, так называемая, стагфляция.

Забегая вперед, отметим, что взгляд на то, что путем умеренного роста инфляции можно устойчиво добиваться низкого уровня безработицы, в настоящее время признан ошибочным. Напротив, считается, что стабильность цен способствует росту инвестиций и выпуска, а значит, низкая устойчивая инфляция уменьшает безработицу и увеличивает занятость в долгосрочной перспективе.

Кривая Филлипса, дополненная ожиданиями, и естественный уровень безработицы

Исследования М. Фридмана и Э. Фелпса на рубеже 1960-70 годов показали, что не только эмпирически, но и теоретически не должно быть стабильной длительной отрицательной взаимосвязи между безработицей и инфляцией⁶⁷. Однако отрицательная зависимость возможна *на уровне непрогнозируемой инфляции и циклической безработицы*. Это происходит потому, что при *неожиданном* ускорении спроса ожидания людей за этим не поспевают, и одновременно растет непрогнозируемая инфляция (отклонение фактической инфляции от ожидаемой) и падает циклическая безработица (отклонение безработицы от своего естественного уровня), и наоборот.

Так появилась модифицированная *кривая Филлипса, дополненная ожиданиями*, которую можно представить в виде:

$$\pi_t = -k (U_t - U_t^N) + \pi_t^E, \quad (2)$$

где π_t – инфляция в период t , $(U_t - U_t^N)$ – отклонение безработицы от естественного уровня в период t , π_t^E – ожидания инфляции на период t на основе прошлых значений инфляции, k – коэффициент кривизны (наклон) кривой Филлипса.

Отрицательная зависимость между непрогнозируемой инфляцией и циклической безработицей в целом подтвердилась на данных экономики США с 1970 по 2008 гг., а простая отрицательная связь между инфляцией и безработицей, исчезла. Главные нарушения старой зависимости связаны с годами нефтяных шоков 1974-1975 гг. и 1979-1980 гг., когда одновременно росли инфляция и безработица⁶⁸.

Для нового варианта кривой Филлипса, созданной Фридманом и Фелпсом, характерны три особенности: 1) отражение избыточного спроса в виде отклонения фактической безработицы от своего естественного уровня, 2) специфический тип ожиданий – адаптивные ожидания, 3) выдвижение акселерационистской гипотезы.

Естественный уровень безработицы определялся как уровень безработицы, превалирующий в состоянии *устойчивого (стационарного) равновесия* экономики с полной занятостью, когда ожидания полностью реализованы в заработной плате и

⁶⁷ Phelps E. Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium, Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory. – N.Y.: W.W. Norton, 1970. P. 124-166.

⁶⁸ Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика. – СПб.: Питер, 2010. С. 553-556 (глава 12).

ценах, и, соответственно, инфляция не склонна ни к ускорению, ни к снижению. «Этот уровень является естественным в том смысле, что 1) он представляет нормальное равновесие на рынке труда и товарных рынках, 2) он независим от стационарного уровня инфляции, 3) он определяется реальными структурными факторами (рыночными трениями, информацией о занятости, издержками трудовой мобильности, налогами и т.д.) и на него не может влиять политика управления агрегированным спросом»⁶⁹.

Концепция естественного уровня безработицы, предполагавшая, что в состоянии устойчивого равновесия экономики реальные переменные не зависят от номинальных, подводила к выводу о *невозможности долгосрочного компромисса между инфляцией и безработицей*.

Второй важной характеристикой обновленной кривой Филлипса были *адаптивные ожидания*, формирующиеся на основе знаний предшествующей инфляции, с определенным коэффициентом их адаптации к настоящему⁷⁰:

$$\Delta \pi_t^E = b (\pi_t - \pi_t^E), \quad (3)$$

где $\Delta \pi_t^E$ – коррекция ожиданий инфляции, $(\pi_t - \pi_t^E)$ – отклонение фактической от ожидаемой инфляции (ошибка прогноза) в период t , b – коэффициент адаптации.

Механизм формирования адаптивных ожиданий можно назвать процессом обучения на ошибках, в соответствии с которым пересмотр ожиданий происходит до тех пор, пока ошибка прогноза не исчезает. Полная предсказуемость инфляции означает, что в долгосрочной перспективе *возможность выбора между инфляцией и безработицей* у денежных властей отсутствует. Выбор, если и возникает, то носит временный, преходящий характер.

Акселерационистская кривая Филлипса

Концепции естественной нормы безработицы, адаптивных ожиданий и процесса обучения на ошибках подтолкнули к выработке *акселерационистской гипотезы*, которая активно использовалась, начиная с 1970-х годов. Суть гипотезы в том, что поскольку безработица может отличаться от своего естественного уровня только до тех пор, пока действительная инфляция отклоняется от ожидаемой, то корректировка ожиданий в сторону фактической инфляции приближает безработицу к естественному уровню.

С учетом постепенной предсказуемости инфляции разрыв между ожидаемой и фактической инфляцией является временным явлением. Поэтому для поддержания безработицы ниже естественного уровня требуется постоянное ускорение инфляции выше ожиданий. Иными словами, в соответствии с акселерационистской гипотезой в долгосрочной перспективе власти могут выбирать не между безработицей и инфляцией, как предполагала исходная кривая Филлипса, а *между безработицей и изменением уровня инфляции*. Следовательно, акселерационистская кривая Филлипса выглядит следующим образом:

$$\Delta \pi_t = -bk (U_t - U_t^N), \quad (4)$$

где $\Delta \pi_t$ – изменение инфляции в период t , $(U_t - U_t^N)$ – отклонение фактической безработицы от естественной в период t , а b, k – коэффициенты из уравнений (2) и (3).

Уравнение (4) гласит, что, *чем больше безработица превышает свой естественный уровень, тем быстрее снижается инфляция, и чем ниже*

⁶⁹ Humphrey T. The Evolution and Policy Implications of Phillips Curve Analysis // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review. 1985. March/April. P. 10.

⁷⁰ Ожидаемую инфляцию в момент времени t можно представить как средневзвешенную сумму всех прошлых значений инфляции, в которой веса со временем геометрически убывают и в сумме равны 1.

опускается безработица относительно своего естественного уровня, тем быстрее растет инфляция.

Из концепции естественного уровня безработицы и акселерационистской гипотезы следовало два вывода, важных для денежной политики. Во-первых, власти могут зафиксировать либо уровень безработицы, либо инфляцию, но не могут достичь обеих целей сразу. Если они зафиксируют безработицу, то потеряют контроль над инфляцией, потому, что последняя ускоряется, когда безработица оказывается ниже естественного уровня. Если же власти захотят стабилизировать инфляцию, то потеряют контроль над безработицей, поскольку последняя при любом стационарном (равновесном) темпе инфляции возвращается к своему естественному уровню. Таким образом, в противовес оригинальной гипотезе кривой Филлипса, *«власти не смогут закрепить безработицу на нужном им уровне при заданном постоянном значении инфляции. Но они могут выбрать стационарный темп инфляции, при котором безработица всегда возвращается к своему естественному уровню»*⁷¹.

Второй вывод заключался в том, что у центральных банков есть выбор между разными вариантами подстройки экономики к желаемому стационарному уровню инфляции. Так, если власти хотят избавиться от высокой инфляции и перейти к низкой, они должны резко повысить безработицу выше своего естественного уровня.

Быстрота уменьшения инфляции зависит от величины спада в экономике. Значительный спад ведет к быстрой корректировке ожиданий и быстрому снижению инфляции. Напротив, небольшой спад означает медленную корректировку ожиданий и длительный период достижения низкой инфляции. *То есть теоретически у властей есть выбор: допустить высокий уровень безработицы на короткое время или более низкий уровень безработицы на более длительное время.*

Как пишет Бланшар, «одним из наиболее драматичных выводов из концепции акселерационистской кривой Филлипса является вывод о том, что каждый подъем должен сопровождаться спадом примерно того же размера. Говоря более точно, если мы хотим, чтобы инфляция оставалась постоянной в долгосрочной перспективе, любой негативный разрыв в безработице должен позже компенсироваться суммой положительных разрывов той же величины»⁷².

Данный вывод тесно связан с предпосылкой о значительной инерционности инфляции и инфляционных ожиданий⁷³. *Чем менее ожидания и инфляция связаны с прошлым, тем менее разрушительны последствия перехода от высокой к низкой инфляции.* В этом случае «периоды подъема могут сопровождаться высокой инфляцией, но инфляция снизится, как только безработица вернется к своему естественному уровню, и более будет не нужно, чтобы за бумом в экономике следовал спад»⁷⁴.

Акселерационистская кривая Филлипса широко использовалась для объяснения изменений инфляции на всем периоде 1960-2015 гг., так как *хорошо соответствовала данным о циклической динамике производства и цен.* Например, в США начиная с 1960 г. все спады производства и занятости сопровождались снижением инфляции (исключение составляет лишь кризис 1973-1975 гг., тесно связанный с энергетическими шоками). Наиболее ярким примером снижения

⁷¹ Humphrey T. Op. cit. P. 14.

⁷² Blanchard O. The US Phillips Curve: Back to the 60s? // Peterson Institute for International Economics. Policy Brief. January 2016. P. 3.

⁷³ Акселерационистская кривая Филлипса реализуется, когда сумма коэффициентов при лаговых значениях инфляции близка к 1. В этом случае инфляция растет тогда, когда безработица находится ниже естественного уровня, и снижается тогда, когда безработица превышает естественный уровень.

⁷⁴ Blanchard O. Op. cit. P. 3.

производства, а затем и цен является кризис 1979-1981 гг., когда уровень безработицы подскочил выше 10%, а базовая инфляция снизилась на 6 п.п.

Однако начиная с середины 1990-х годов «акселерационистская кривая перестала быть адекватным инструментом описания инфляционного процесса, поскольку инфляция стала существенно менее инерционным процессом, чем в предыдущие десятилетия»⁷⁵.

Снижение чувствительности инфляции к ее прошлым значениям часто объясняют ростом устойчивости инфляционных ожиданий, которого удалось добиться благодаря последовательной политике центральных банков по стабилизации инфляции. Но меньшая инерционность может быть связана и с длительным периодом низкой инфляции, в течение которого фактор инфляции потерял свое значение. Сомнения в акселерационистской кривой усилились в 2007-2012 гг. В этот период *дезинфляционный эффект спадов производства* – «важнейший эмпирический посыл кривой Филлипса» фактически исчез⁷⁶. Как видно на рисунке 2.2, крайне высокая безработица в США в этот период (около 10%) мало сказалась на динамике цен. *Инфляция снизилась, но не настолько, как можно было ожидать, исходя из уровня безработицы. Этот феномен получил название «исчезновение дефляции»*. Уменьшение безработицы с 2012 по 2017 гг. также мало сказалось на динамике цен. Инфляция устойчиво находилась в интервале от 1% до 2%, что ниже целевой ставки ФРС в 2%, и мало реагировала на улучшение ситуации на рынке труда.

Рисунок 2.2. Динамика безработицы, естественного уровня безработицы и базовой инфляции (на основе индекса РСЕ) в США в 1990-2017 гг.

Изменения в инфляционной динамике позволили исследователям сделать вывод о том, что *в настоящее время скорее проявляется взаимосвязь между безработицей и инфляцией, чем взаимосвязь между безработицей и изменением*

⁷⁵ Williams J. The Phillips Curve in an Era of Well-Anchored Inflation Expectations. – San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, September 2006. P. 6.

⁷⁶ Ball L., Mazumder S. A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment // NBER Working Paper No.20715. November, 2014. P. 4-5.

уровня инфляции, которая и формирует акселерационистскую кривую Филлипса. Этот сдвиг аналитики называют возвращением в 1960-е годы⁷⁷.

Введение в кривую шоков предложения и отказ от использования показателей заработной платы

В середине 1970-х годов произошло еще одно важное событие: в кривую Филлипса, усиленную ожиданиями, были введены шоки на стороне предложения, то есть факторы, способствующие росту издержек производства (cost-push factors), такие как рост цен на энергию, сырье, продукты питания, импортируемые товары⁷⁸. Шоки на стороне предложения или рост относительных цен сырьевых товаров влияют на инфляцию либо через изменение ожиданий инфляции, либо меняя уровень затрат производства товаров, входящих в агрегатный индекс цен. Кривая Филлипса приобрела следующий вид:

$$\pi_t = -k(U_t - U_t^N) + b\pi_t^E + \lambda z_t, \quad (5)$$

где π_t – инфляция в период t , π_t^E – ожидания инфляции в период t на основе прошлых значений инфляции, $(U_t - U_t^N)$ – отклонение фактической безработицы от естественной, z_t – шок предложения, а k , b , λ – соответствующие коэффициенты.

Интересно, что заработная плата или удельные расходы на заработную плату, хотя они составляют важную часть издержек производства и стоимости товаров, в кривую Филлипса никогда не входили. Они не входят даже несмотря на то, что в соответствии с современным подходом к инфляции предельные реальные издержки теоретически играют центральную роль в инфляционном процессе (подробнее см. ниже).

Дело в том, что эмпирически зависимость между расходами на заработную плату и инфляцией в краткосрочном периоде оказывается очень слабой и неустойчивой. Часто это объясняют проблемами в измерении расходов на оплату труда. Как отмечал Бернанке, почасовая заработная плата в несельскохозяйственном частном секторе демонстрирует существенную волатильность и часто пересматривается. Существенные недостатки имеет и второй показатель почасовой оплаты труда – индекс стоимости рабочей силы (employment cost index). Эти два показателя часто несут противоречивые сигналы о динамике издержек на оплату труда и, соответственно, инфляции⁷⁹.

Существуют и проблемы интерпретации динамики производительности труда, которая влияет на измерение предельных издержек. Взаимосвязь между издержками и ценами также зависит от наценок к издержкам, которые делают фирмы. Теоретически не достигнуто согласия по вопросу того, как в среднем меняются наценки: возможно именно их динамика препятствуют проявлению четкой связи между заработной платой и инфляцией.

Так или иначе, в настоящее время принято считать, что динамика заработной платы и удельных расходов на заработную плату *не оказывает существенного самостоятельного эмпирического воздействия* на динамику цен, помимо иных факторов, которые уже включены в уравнение инфляции. Это не означает, что заработная плата и цены не связаны между собой: в долгосрочной перспективе они связаны, и данные о заработной плате несут в себе некоторую информацию о будущей инфляции. Но добавление заработной платы в уравнение Филлипса не улучшает прогнозов инфляции. Как отмечают экономисты, *«фундаментально слабость заработной платы как фактора прогноза динамики цен означает, что*

⁷⁷ Blanchard O. Op. cit. P. 3.

⁷⁸ Gordon R. The Theory of Domestic Inflation // American Economic Review. 1977. No.1. P. 128-134.

⁷⁹ Bernanke B. Outstanding Issues in the Analysis of Inflation // Board of Governors of the Federal Reserve System. Speech – 2008. June 9.

неожиданно высокая или низкая инфляция может возникать независимо от поведения заработной платы»⁸⁰.

Переход от адаптивных к рациональным ожиданиям

Несмотря на признание важности ожиданий как фактора инфляции, гипотеза адаптивных ожиданий в дальнейшем была подвергнута критике за то, что дает крайне неаккуратное и наивное представление об их формировании. В соответствии с ней люди формируют свои ожидания исключительно на основе прошлых значений инфляции. Эти ожидания независимы от текущих экономических условий и действий политиков. Это означает, что индивиды отбрасывают существенный пласт информации – об изменениях в темпах роста денежной массы и валютных курсов, заявления политиков о будущей денежной политике и т.д., который мог бы значительно уменьшить ошибку прогноза. То есть *адаптивные ожидания, игнорирующие большой массив информации, который мог бы исправить прогнозы инфляции, не являются вполне рациональными*.

По этим причинам гипотеза адаптивных ожиданий большинством исследователей была отвергнута и в дальнейшем на протяжении нескольких десятилетий, начиная с конца 1970-х годов в качестве «рабочей лошади» использовалась концепция рациональных ожиданий. Эта концепция явилась прямым следствием революции в макроэкономике, связанной с именами Мута, Лукаса, Сарджента, Уоллеса, и позволила достичь больших успехов в понимании и моделировании инфляции⁸¹. Суть ее в том, что индивиды, прогнозируя инфляцию, используют всю доступную им в настоящий момент информацию об инфляционном процессе. Сначала ошибки прогноза возможны, поскольку люди исходно мало разбираются в экономике, денежной политике и инфляции. Но если индивиды действительно являются рациональными, то быстро разберутся в инфляционных сюрпризах и введут новые данные в свои ожидания, то есть источник ошибок будет быстро обнаружен и ликвидирован.

По мере лучшего понимания денежной политики и инфляционного процесса прогнозные модели рыночных агентов будут совершенствоваться. Вскоре все систематические (предсказуемые) элементы, влияющие на инфляцию, будут поняты и ожидания агентов будут давать самый аккуратный прогноз инфляции. Когда это произойдет, экономика придет к своему равновесию и ожидания инфляции в точности совпадут с фактической инфляцией.

Теория рациональных ожиданий – единственная теория, которая отрицает, что люди делают систематические ошибки прогноза. Это не означает, что индивиды обладают совершенным предвидением и что их ожидания всегда точны. Теория утверждает лишь то, что люди максимально эффективно используют имеющуюся информацию, предвидят и элиминируют закономерности в ошибках прогноза и, соответственно, любые *ошибки прогноза случайны*.

Одно из преимуществ концепции рациональных ожиданий состоит в том, что *она рассматривает формирование ожиданий как часть оптимизационного поведения индивидов* и приводит теорию ожиданий инфляции в соответствие с остальным экономическим анализом.

Кроме того, рациональное поведение объяснить проще, чем систематические ошибки. Хотя никто не знает, как в действительности формируются ожидания, теория, которая утверждает, что индивиды не совершают постоянно одних и тех же ошибок, интуитивно более привлекательна. «Если рассуждать в терминах выгоды,

⁸⁰ Bidder R. Are Wages Useful in Forecasting Price Inflation? // FRBSF Economic Letter. November 2, 2015. P. 9.

⁸¹ Muth J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements // Econometrica. 1961. No.3. P. 315-335; Lucas R. Expectations and the Neutrality of Money // Journal of Economic Theory. 1972. No.2. P. 103-124.

которую дают точные прогнозы, представляется невероятным, что систематические ошибки прогноза будут сохраняться: кто-то обязательно должен заметить эти ошибки, исправить их и получить выгоду от подобного исправления. Мотив прибыли и конкуренция – факторы, которые должны свести ошибки прогноза к случайным величинам»⁸².

Включение рациональных ожиданий в кривую Филлипса, означало, что всегда, за исключением сюрпризов со стороны случайных шоков, прогнозы инфляции будут правильными и экономика постоянно будет находиться в состоянии долгосрочного стационарного равновесия. Это происходит потому, что индивиды заранее знают уравнение инфляции и используемые в нем коэффициенты, и в момент времени t располагают одним и тем же набором информации⁸³. Иными словами, рациональные ожидания людей точно согласуются с используемой в обществе теорией или моделью инфляции (model-consistent)⁸⁴.

По самой своей сути рациональные ожидания в момент времени t являются «смотрящими вперед», поскольку представляют эффективные прогнозы будущей инфляции на основе всей имеющейся в данный момент наиболее свежей информации и правильной модели экономики. Уравнение Филлипса со «смотрящими вперед» ожиданиями принимает следующий вид:

$$\pi_t = -k(U_t - U_t^N) + c\pi_{t+1}^E + \lambda z_t, \quad (6)$$

где π_t – инфляция в момент времени t , $(U_t - U_t^N)$ – отклонение фактической безработицы от естественной, π_{t+1}^E – ожидания инфляции на период $t+1$, формирующиеся в период t , z_t – шок предложения, а k , c , λ – соответствующие коэффициенты.

Концепция рациональных ожиданий имела важнейшие последствия для экономической политики. Она означала, что *систематическая политика центрального банка, то есть та, что основана на правилах, даже в краткосрочном периоде* не может влиять на реальные переменные (выпуск и безработицу), поскольку люди уже предвидели эту политику и действовали в соответствии со своими прогнозами. Чтобы воздействовать на выпуск и безработицу, власти должны создавать разрыв между ожидаемой и фактической инфляцией, то есть инфляция должна быть «сюрпризом», а это невозможно, если общество может предвидеть действия властей. Единственное, что доступно центральным банкам, это – воздействие на саму инфляцию.

Таким образом, гипотеза о рациональных ожиданиях отрицает возможность выбора между безработицей и инфляцией не только в долгосрочном, но и краткосрочном периоде. И в этом смысле она коренным образом отличается от кривой Филлипса с адаптивными ожиданиями. При адаптивных ожиданиях краткосрочный компромисс возможен потому, что ожидания, будучи «смотрящими назад», изменяются медленно, ошибки прогноза корректируются долго. Это создает временные возможности для инфляционных сюрпризов и воздействия на выпуск и безработицу. При рациональных «смотрящих вперед» ожиданиях это невозможно, так как действительная и ожидаемая инфляция меняются одновременно и одинаково в ответ на ожидаемые изменения политики. *«Иными словами, в кривой Филлипса с рациональными ожиданиями и естественным уровнем безработицы полностью исчезает поле для проведения контрциклической политики стабилизации выпуска и занятости»*⁸⁵.

⁸² Humphrey T. Op. cit. P. 19.

⁸³ Бланшар О. и Фишер С. Лекции по макроэкономике. – М.: Дело, 2014. С. 219-220.

⁸⁴ Fuhner J. and Olivei G. The Role of Expectations and Output in the Inflation Process: An Empirical Assessment // Federal Reserve Bank of Boston. Public Policy Briefs. 2010. May. No.10-2. P. 2.

⁸⁵ Humphrey T. Op. cit. P. 18.

Гипотеза рациональных ожиданий отрицает и акселерационистское понятие связи между безработицей и изменением инфляции. Если ожидания формируются в согласии с тем, как генерируется инфляция, то власти не смогут обманывать людей, ускоряя инфляцию и тем самым влияя на реальные показатели.

Из данной гипотезы, кроме того, следует, что низкой инфляции можно добиться и без резкого повышения безработицы. Нужна лишь приверженность центрального банка идее низкой инфляции и вера людей в то, что денежная политика именно такова. *Если люди верят, что денежные власти могут снизить инфляцию, то власти добьются этого, не провоцируя глубокого спада производства и занятости.*

Несмотря на сказанное, гипотеза рациональных ожиданий не означала полного отказа от краткосрочной кривой Филлипса. Напротив, заслуга Лукаса заключается в том, что он показал, что модели с рациональными ожиданиями могут объяснить обратную связь между инфляцией и безработицей, причем на основе предпосылок классической модели – о равновесных рынках, об оптимизационном поведении агентов и гибких ценах. Такой подход вновь постулировал кривую Филлипса, но дал ей иные теоретические основания: «в результате возникла кривая Филлипса, но не как необъясненный эмпирический факт, а как центральное свойство решения системы общего равновесия»⁸⁶. Для вывода кривой Лукас опирался на идеи несовершенства информации, получаемой агентами на основе цен.

Лукас продемонстрировал, что классическая модель экономики с рациональными агентами вполне способна генерировать кривую Филлипса, но смысл ее будет иным – она вряд-ли будет стабильной и вряд-ли будет той схемой, которую власти смогут механически использовать для проведения денежной политики⁸⁷.

Жесткость цен и некейнсианская кривая Филлипса

В первых неоклассических моделях с рациональными ожиданиями предполагалась полная гибкость цен и их способность резко «подскакивать» в ответ на шоки⁸⁸. Но было очень трудно совместить совершенную гибкость цен с плавным характером изменения агрегированных индексов цен и инерционностью инфляционного процесса. Кейнсианские экономисты предложили свой ответ на появление новой концепции ожиданий. Они разработали модели, включающие в себя и рациональные ожидания, и принципы установления цен на уровне фирм, позволяющие обосновать механизм «медленного» изменения общего уровня цен. Главным микроэкономическим основанием кривой Филлипса с рациональными ожиданиями стала концепция «жестких» цен.

Существует множество объяснений того, почему цены являются негибкими (жесткими, липкими, малоподвижными), то есть слабо и медленно реагирующими на изменения спроса. Наиболее известными в этой области являются работы С. Фишера о долгосрочных контрактах⁸⁹, Дж. Тейлора об асинхронности заключения трудовых контрактов⁹⁰, модель ступенчатого пересмотра цен компаниями на рынках с монополистической конкуренцией Г. Кальво⁹¹.

⁸⁶ Lucas R. Expectations and the Neutrality of Money // Journal of Economic Theory. 1972. No.2. P. 103-104.

⁸⁷ Willes M. The Future of Monetary Policy: The Rational Expectations Perspective // Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review. Spring 1980. P. 5.

⁸⁸ Sargent T., Wallace N. Rational Expectations, the Optimal Money Supply Rule // The Journal of Political Economy. 1975. No.2. P. 241-254.

⁸⁹ Fisher S. Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule // Journal of Political Economy. 1977. No.1. P. 191-205.

⁹⁰ Taylor J. Staggered Wage Setting in a Macro Model // American Economic Review. 1979. No.2. P. 108-113.

⁹¹ Calvo G. Staggered Contracts in a Utility-Maximizing Framework // Journal of Monetary Economics. 1983. No.3. P. 383-398.

Последняя модель исходит из того, что в каждый период только случайная доля фирм пересматривает цены, а цены других компаний остаются неизменными. Когда некоторые фирмы корректируют свои цены, они должны принимать во внимание, что новая цена будет некоторое время сохраняться неизменной, и поэтому им важно достаточно точно спрогнозировать будущую инфляцию и другие экономические условия. Компании выбирают цену так, чтобы минимизировать потери прибыли в те периоды, когда их цены будут фиксированы.

Оптимальным решением будет такая цена, которая равна *взвешенной средней из всех ожидаемых в будущем цен* при условии их полной гибкости. Иными словами, будучи не в состоянии менять цену каждый период, *фирма стремится в среднем поддерживать правильные цены*. Кроме того, оптимальной стратегией компаний при установлении цен в мире без трений является постоянная надбавка к номинальным предельным издержкам.

Из этой модели на уровне отдельной фирмы следуют важные выводы для динамики цен и инфляции в масштабах всей экономики. Агрегатный уровень цен представляет собой взвешенное среднее уровня цен прошлого периода и новой цены тех фирм, которые решили скорректировать цены в текущий период. Уравнение инфляции, после преобразований, приобретает вид:

$$\pi_t = c\pi_{t+1}^E + kmc_t, \quad (7)$$

где π_t – инфляция в момент времени t , π_{t+1}^E – ожидаемая инфляция в последующий период, основанная на информации текущего периода, mc_t – реальные предельные издержки в период t ,⁹² c, k – соответствующие коэффициенты.

Это уравнение и представляет собой неокейнсианскую кривую Филлипса (New-Keynesian Phillips Curve, NKPC). Из нее следует, что текущая *инфляция зависит от ожиданий инфляции в будущем и текущего уровня реальных предельных издержек*. Почему реальных предельных издержек? В идеале фирмы в модели Кальво предпочитают поддерживать фиксированную наценку к номинальным предельным издержкам. Если реальные предельные издержки растут, это значит, что номинальные предельные издержки повышаются быстрее, чем цена, и наценка сокращается. Поскольку фирмы захотят вернуться к прежнему уровню наценки, то те из них, чья очередь пересматривать цены, будут в среднем повышать их, то есть инфляционное давление начнет нарастать. Иными словами, рост реальных предельных издержек ведет к повышению инфляции и наоборот.

Проблема с данной моделью заключается в том, что реальные предельные издержки *ненаблюдаемы*, то есть нет данных об издержках производства *одной дополнительной единицы товара*. Их нужно рассчитать либо аппроксимировать с помощью других показателей. Считается, что изменения реальных предельных издержек тесно связаны с циклической динамикой производства. Когда экономика «разогрета» и уровень производства превышает потенциально возможный уровень, то усиливается конкуренция за факторы производства, что ведет к опережающему росту номинальных предельных издержек по сравнению с ценами, а значит, росту реальных предельных издержек⁹³. И наоборот.

По этой причине показатель реальных предельных издержек часто заменяется показателем разрыва выпуска и неокейнсианская кривая Филлипса принимает следующий вид:

⁹² Точнее отклонение реальных предельных издержек от своего стационарного уровня.

⁹³ Woodford M. Interest and Prices. – Princeton & Oxford: Princeton University Press, 2003. P. 180; Rotemberg J., Woodford M. The Cyclical Behavior of Prices and Costs. In: Handbook of Macroeconomics / Ed. by J. Taylor and M. Woodford. – Amsterdam: North-Holland, 1999.

$$\pi_t = c\pi_{t+1}^E + \alpha(Y_t - Y_t^p), \quad (8)$$

где π_t – инфляция в момент времени t , π_{t+1}^E – ожидаемая инфляция в последующий период, основанная на информации текущего периода, $(Y_t - Y_t^p)$ – разница между фактическим и потенциальным выпуском в период t , c, α – соответствующие коэффициенты.

Другие исследователи в качестве показателя, отражающего динамику реальных *предельных* издержек, предложили использовать *средние* реальные издержки на заработную плату в расчете на единицу выпуска (равны доле расходов на заработную плату в доходе)⁹⁴.

Неокейнсианская кривая Филлипса, которая соединила в себе концепцию рациональных ожиданий и идеи негибкости цен, получила широкое распространение. Главные предпосылки и выводы этой версии кривой можно сформулировать следующим образом. Цены на многие товары и услуги в современной экономике меняются не часто. В момент установления цен фирмы должны принять во внимание и правильно спрогнозировать важные условия последующих периодов, когда цены компаний будут оставаться неизменными. К таким условиям относятся отклонение реальных предельных издержек от своего стационарного уровня. Хорошим показателем колебаний реальных предельных издержек является динамика разрыва выпуска. *В конце концов, оказывается, что «инфляция сегодня зависит от ожидаемых значений разрыва выпуска в текущем и во всех последующих периодах»*⁹⁵.

Проблемы неокейнсианской кривой Филлипса

Неокейнсианская теория оказалось очень убедительной в объяснении того, почему компании, редко меняющие цены, просто «обязаны» зорко смотреть в будущее: неспособность точно оценить будущие рыночные условия ведет к значительным потерям и вынуждает компании правильно схватывать суть инфляционного процесса. Именно негибкость цен стала твердой основой «смотрящих вперед» ожиданий, как фактора текущей инфляции.

Кроме того, она оказалась очень полезной в объяснении того, почему в краткосрочном периоде при наличии шоков предложения у денежных властей сохраняется поле для выбора между стабилизацией инфляции и стабилизацией выпуска (хотя в долгосрочном периоде такой выбор отсутствует).

Гибридные формы неокейнсианской кривой Филлипса

Неокейнсианская кривая Филлипса имеет ряд важных особенностей. Прежде всего в ней нет зависимости от прошлых значений инфляции и, следовательно, *отсутствует внутренне присущая инфляции инерция (intrinsic persistence)*. Инфляция полностью определяется ожиданиями будущего. Это ярко видно, если применить к неокейнсианской кривой Филлипса метод рекурсивных преобразований (см. выше). Становится понятно, что текущая инфляция зависит от всей последовательности ожидаемых сейчас и в будущем разрывов выпуска, то есть *инфляция сегодня фундаментально зависит только от ожидаемого в будущем уровня выпуска*. Но если это так, то такая модель инфляции полностью меняет традиционные представления о проведении денежной политики.

⁹⁴ См.: Sbordonne A. Prices and Unit Labor Costs: A New Test of Price Stickiness // Journal of Monetary Economics. 2002. No.2. P. 265-292.

⁹⁵ Это вытекает из рекурсивной подстановки «вперед», когда в ожидания инфляции на период $t + 1$ подставляются значения разрыва выпуска в период $t + 1$ и ожидания инфляции на период $t + 2$, и т.д. Эту рекурсию можно продолжать бесконечно. См.: Fuhrer J. Inflation Expectations and the Evolution of the U.S. Inflation // Federal Reserve Bank of Boston. Public Policy Briefs. 2011. No.11-4 (November). P. 3-4.

Отменяется весь предшествующий исторический опыт, который утверждал, что инфляцию нельзя быстро понизить или повысить. При использовании неокейнсианской кривой Филлипса в центральном банке может возникнуть иллюзия, что можно легко и без потерь уменьшить инфляцию, если дать населению гарантированные заверения, что выпуск будут поддерживать близко к его потенциальному уровню. Однако данные ни раньше, ни сейчас не подтверждают полного отсутствия инерции в инфляционном процессе.

Для того, чтобы учесть инерцию, были предложены различные варианты гибридной неокейнсианской кривой, в которых использовался фактор прошлой инфляции⁹⁶. Для обоснования одновременного присутствия в модели «смотрящих вперед» ожиданий инфляции и компонента, связанного с прошлым, экономистам пришлось ввести в модель спорные предпосылки о том, что некоторые фирмы в отрасли устанавливают свои цены в соответствии с моделью Кальво, а другие делают это в соответствии с некими эвристическими правилами⁹⁷. Такой подход критиковался за слабость микрооснований, что еще в 1970-годы было признано главным недостатком прежних моделей инфляции⁹⁸.

Несмотря на критику, неокейнсианская кривая Филлипса получила широкое распространение и прочно вошла в инструментарий центральных банков, являясь составной частью большинства динамических стохастических моделей общего равновесия и крупных эконометрических моделей, используемых для анализа денежной политики.

Кривая является важным инструментом описания динамики инфляции, который устанавливает связь между инфляцией и некоторым показателем циклического состояния экономики, но главной ее особенностью являются «*смотрящие вперед*» рациональные ожидания.

В отличие от первых версий кривой Филлипса с адаптивными ожиданиями и последующей неоклассической кривой с рациональными ожиданиями, *неокейнсианская кривая связывает коэффициенты кривой со структурными параметрами экономики* (долей фирм, пересматривающих цены и т.д.).

Результаты эмпирической оценки

Эмпирические результаты оценки неокейнсианской кривой Филлипса оказались неоднозначными и часто неудовлетворительными. Перечислим несколько основных недостатков.

Неспособность уловить инерционный характер инфляции и необходимость введения в кривую Филлипса лаговых переменных инфляции (о чем шла речь выше). Действительно, на практике чаще всего используются гибридные формы неокейнсианской кривой Филлипса, отражающие не только «смотрящие вперед» ожидания, но и зависимость инфляции от прошлых значений. Многие исследователи отмечали, что эти «смотрящие назад» компоненты оказываются очень важными и без них ошибки прогноза инфляции были бы очень велики. Причиной этого может быть так называемый «структурный слом» (structural break). Дело в том, обычная неокейнсианская кривая Филлипса дает описание поведения инфляции вокруг темпа инфляции, установившегося в стационарном состоянии экономики, и в ней не предусмотрена возможность изменения стационарного темпа инфляции. Возможно,

⁹⁶ Наиболее известными являются три варианта гибридной кривой: Fuhrer J., Moore G. Inflation Persistence // Quarterly Journal of Economics. 1995. No.1. P. 127-159; Gali J., Gertler M. Inflation Dynamics: A structural Econometric Analysis // Journal of Monetary Economics. 1999. No.2. P. 195-222; Christiano L., Eichenbaum M., Evans C. Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy // Journal of Political Economy. 2005. No.1. P. 1-45.

⁹⁷ Gali J., Gertler M. Op. cit.

⁹⁸ Rudd J., Whelan K. Modeling Inflation Dynamics. A Critical Review of Recent Research // Federal Reserve Board. Finance and Economics Discussion Series. 2005. P. 21.

лаговые переменные позволяют учесть переход от одного стационарного равновесия к другому⁹⁹.

Нестабильность оценок параметров. Небольшие изменения в спецификации неокейнсианской кривой Филлипса могут приводить к значительным изменениям в оценках коэффициентов¹⁰⁰. Кроме того, оценки коэффициентов сильно меняются в зависимости от того, в какие периоды оценивается кривая.

Неспособность предвидеть динамику инфляции в ходе последней рецессии. Если исходить из уровня избыточных мощностей или уровня безработицы, то инфляция в ходе последней рецессии в соответствии с известными неокейнсианскими кривыми должна была бы снизиться намного сильнее, чем это произошло в реальности. Неокейнсианские модели не смогли предвидеть феномен «исчезновения дефляции»¹⁰¹.

Недостаточная прогнозная сила. Прогнозы на основе неокейнсианской кривой Филлипса часто являются не более точными, чем прогнозы на основе простых наивных моделей, когда будущую инфляцию просто полагают равной инфляции предыдущего периода¹⁰².

Чувствительность оценок к выбору переменной, отражающей степень циклического использования ресурсов в экономике. Начиная с середины 1980-х годов постепенно уменьшался коэффициент при показателях циклической активности – k в уравнении (6). Это явление получило название «*уплощение кривой Филлипса*» и означает уменьшение чувствительности инфляции к показателям циклического состояния экономики¹⁰³. По расчетам Бланшара (при заданной ожидаемой инфляции) снижение безработицы в США на один процентный пункт в середине 1970-х годов вело к росту инфляции на 0,7 п.п., а в современный период увеличивает инфляцию лишь на 0,2 п.п.¹⁰⁴

Одним из объяснений «уплощения» кривой является падение общего уровня инфляции, наблюдавшееся в последнее десятилетие. Реакцией на низкую инфляцию стало уменьшение частоты изменения зарплат и цен на уровне компаний, что в конечном итоге привело к меньшей чувствительности инфляции к условиям на рынке труда.

Тот факт, что инфляция в развитых странах стала менее чувствительной к показателям активности, означает, что колебания в степени использования ресурсов должны в будущем слабее сказываться на инфляции. То есть перегрев в экономике скорее всего будет вызывать меньшее, чем прежде, увеличение инфляции, а недостаточная активность будет приводить к меньшему, чем прежде, снижению инфляции. Это важный вывод для денежных властей. Но *при эмпирическом тестировании данный результат неустойчив*: выводы о степени уплощения кривой сильно зависят от того, какой показатель циклической активности используется¹⁰⁵.

⁹⁹ Coibion O., Gorodnichenko Y., Kamdar R. The Formation of Expectations, Inflation and the Phillips Curve // NBER Working Paper No.23304. March 2017. P. 13.

¹⁰⁰ Mavroeidis S., Plagborg-Moller M., Stock J. Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve // Journal of Economic Literature. 2014. No.1. P. 124-188.

¹⁰¹ Hall R. The Routes Into and Out of the Zero Lower Bound // Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium «Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy». 2013. August 23.

¹⁰² Atkeson A., Ohanian L. Are Phillips Curves Useful for Forecasting Inflation? // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. 2001. No.1. P. 2-11.

¹⁰³ Roberts J. Monetary Policy and Inflation Dynamics // International Journal of Central Banking. 2006. September. P. 193-230.

¹⁰⁴ Blanchard O. Op. cit. P. 3.

¹⁰⁵ Coibion O., Gorodnichenko Y., Kamdar R. The Formation of Expectations, Inflation and the Phillips Curve // NBER Working Paper No.23304. March 2017. P. 14.

Важность выделения тренда инфляции

В последние годы теоретический подход к моделированию инфляции на основе неокейнсианской кривой Филлипса несколько изменил направление. Была выдвинута гипотеза, что причиной нечувствительности инфляции к показателям деловой активности является *закрепление долгосрочных инфляционных ожиданий*¹⁰⁶. Анализ этой гипотезы требует выделения тренда инфляции, который обычно интерпретируется как *медленно изменяющийся компонент инфляции, связанный с политикой центральных банков и долгосрочными ожиданиями рыночных агентов*. Устойчивость тренда может рассматриваться как показатель закрепленности долгосрочных инфляционных ожиданий вокруг целевого показателя центрального банка.

Выделение тренда позволяет более детально рассмотреть вклад и других факторов инфляции – краткосрочных инфляционных ожиданий, состояния деловой активности, шоков на стороне предложения. С этой целью кривая Филлипса стала формулироваться в терминах отклонения от тренда, которые, в свою очередь, моделировались в зависимости от краткосрочных ожиданий инфляции и уровня избыточных мощностей и/или реальных предельных издержек¹⁰⁷.

Такой взгляд на инфляцию позволил оценить вклад двух видов ожиданий – долгосрочных (связанных с политикой центрального банка) и краткосрочных (связанных с временными шоками). Степень закрепленности краткосрочных и долгосрочных ожиданий различны. Долгосрочные инфляционные ожидания обычно мало реагируют на вновь поступающую информацию, хотя некоторые шоки и оказывают воздействие на тренд. Краткосрочные ожидания, напротив, могут достаточно сильно меняться в ответ на шоки и новую информацию. Но их влияние носит преходящий характер и отражается в колебаниях инфляции вокруг тренда. Отметим, что ни долгосрочные, ни краткосрочные ожидания напрямую не наблюдаются.

Данный подход соответствует современным взглядам денежных властей. В своем недавнем выступлении Председатель совета управляющих ФРС США Дж. Йеллен дала сходное описание модели инфляции: «Простое описание стандартной схемы подхода к инфляционной динамике примерно таково. Инфляция характеризуется лежащим в ее основе трендом, который начиная с середины 1990-х годов был достаточно устойчивым. Ранее этот тренд менялся во времени под воздействием прошлых значений инфляции или других экономических условий. Теория и эмпирические данные позволяют утверждать, что этот тренд сильно зависит от инфляционных ожиданий, которые, в свою очередь, зависят от монетарной политики. В частности, удивительная стабильность различных показателей инфляционных ожиданий в последние годы, по-видимому, отражает плоды постоянных усилий ФРС, которая с начала 1980-х годов старалась понизить, а затем стабилизировать инфляцию на этом низком уровне. Закрепление инфляционных ожиданий, являющееся следствием такой политики, не предотвращает ежегодных колебаний инфляции в ответ на временные изменения цен на энергоносители и другие шоки. Кроме того, инфляция будет расти быстрее или слабее своего тренда в зависимости от того, является ли степень

¹⁰⁶ Kiley M., Law Inflation in the United States: A Summary of Recent Research // Feds Notes, Federal Reserve Board. November 23, 2015.

¹⁰⁷ Fuhrer J. Inflation Expectations and the Evolution of U.S. Inflation // Federal Reserve Bank of Boston. Public Policy Briefs. 2011. No.11-4 (November). P. 4.

использования экономических ресурсов – которая может служить индикатором уровня предельных издержек компаний – устойчиво высокой или низкой»¹⁰⁸.

Сходные взгляды высказывает и член Совета управляющих ФРС США Л. Брэйнард: «Во многих моделях, с помощью которых экономисты анализируют инфляцию, ключевой характеристикой является «базовый» компонент или тренд инфляции, который как полагают, закрепляет уровень инфляции на длительную перспективу. Базовая инфляция может рассматриваться как медленно изменяющийся тренд, который оказывает сильное воздействие на практику установления цен и заработной платы, и часто считается некоторым показателем долгосрочных инфляционных ожиданий»¹⁰⁹.

Несмотря на продвижение в понимании инфляции, которое было достигнуто за последние десятилетия, в этой области остается еще много неясного. К числу тем, открытых для дискуссии и анализа, относится и выделение тренда инфляции. Существуют и другие «белые пятна». В 2008 г. прежний глава ФРС Бернанке выделил четыре группы вопросов, которые требуют дальнейших исследований в области инфляционной динамики:

- взаимодействие крайне волатильных цен сырьевых товаров (включая энергоносители) и общей инфляции;
- роль затрат на заработную плату, которые так или иначе влияют на инфляционный процесс, но формально не входят в уравнение кривой Филлипса;
- проведение денежной политики на основе крайне неопределенных данных о потенциальном выпуске или естественном уровне безработицы;
- факторы, формирующие инфляционные ожидания и их воздействие на инфляцию¹¹⁰.

Эти темы остаются важными и поныне.

Современные исследования инфляционных ожиданий

Понимание того, как формируются инфляционные ожидания, чрезвычайно важно для тех, кто занимается монетарной политикой. Во-первых, потому, что инфляционные ожидания несут в себе существенную информацию о будущих «реализациях» инфляции. Во-вторых, они дают представление о реальных процентных ставках, складывающихся в экономике (номинальный процент минус ожидаемая инфляция) и таким образом являются каналом обратной связи между целевыми ставками центрального банка и реальной экономикой. В-третьих, дают представление о том, как общество понимает и воспринимает целевой показатель инфляции центрального банка: чем ближе ожидания к таргету, тем эффективнее политика. Несмотря на важность инфляционных ожиданий, до сих пор остается непонятным, как они в реальности формируются.

Новые теории формирования ожиданий

Хотя переход от адаптивных ожиданий к рациональным в конце 1970-х годов был революционным и многое дал в понимании инфляционной динамики, в дальнейшем этот подход также стал подвергаться сомнению. Эмпирические расчеты часто не подтверждали *гипотезу о рациональных ожиданиях, основанных на полной информации*. Встал вопрос, как интерпретировать полученные результаты: *считать*

¹⁰⁸ Jellen J. Macroeconomic Research after the Crisis. Speech at the 60th Annual Economic Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston. – Boston, 2016. October 14. P. 7.

¹⁰⁹ Brainard L. Understanding the Disconnect between Employment and Inflation with a Low Neutral Rate. Remarks at The Economic Club of New York. – New York, 2017. September 5.

¹¹⁰ Bernanke B. Outstanding Issues in the Analysis of Inflation, Speech at the Federal Reserve Bank of Boston's 53rd Annual Economic Conference. – Chatham, Massachusetts. 2008. June 9.

ли, что ожидания по своей природе иррациональны или что главной проблемой являются ограниченные возможности людей перерабатывать весь объем имеющейся информации? Бернанке подытожил результаты многолетнего использования этой гипотезы: «Традиционная модель инфляции и инфляционных ожиданий на основе рациональных ожиданий была полезной рабочей лошадкой для анализа вопросов надежности и институционального дизайна (денежной политики – Н.Р.), но, по моему мнению, такой подход не очень помогает, если речь идет об экономике, в которой, во-первых, структура экономики постоянно меняется и эти изменения в целом непонятны ни общественности, ни политикам, а во-вторых, целевая функция политиков не полностью известна частным агентам»¹¹¹.

Сомнения в гипотезе рациональных ожиданий подтолкнули развитие работ, допускавших несколько иные механизмы их формирования. При всех различиях их объединяет одна общая идея *информационной жесткости* (*information rigidities*), то есть предпосылка о том, что рыночные агенты предпочитают не реагировать на некоторую новую информацию или шоки. В данную группу теорий обычно включаются:

- теория негибких информационных наборов (*sticky information*) Мэнкью и Рейса¹¹²;
- теория зашумленности информации (*noisy information*) Вудфода¹¹³;
- теория рационального игнорирования (*rational inattention*) Симса и др.¹¹⁴

Теория *негибких информационных наборов* исходит из того, что агенты нечасто обновляют свои информационные наборы, но когда это делают, делают рационально, то есть с учетом всей имеющейся на тот момент релевантной информации. Причиной нечастого обновления информации являются издержки сбора и обработки информации. Кроме того, требуется время, чтобы прогнозы инфляции и других переменных, сделанные профессионалами, дошли до всей массы рыночных агентов.

В моделях с *зашумленной информацией* предполагается, что агенты постоянно обновляют свои информационные наборы и получают сигналы, свидетельствующие, например, о более высокой инфляции в будущем, но, несмотря на это, корректируют свои прогнозы очень постепенно и умеренно, поскольку исходно не знают, являются ли эти сигналы шумом или подлинной информацией (*true innovations*).

В моделях *рационального игнорирования* агенты (в силу дороговизны информации и ограниченных возможностей ее переработки) вполне рационально принимают решения о том, на какую информацию обращать внимание, а какую игнорировать. При низкой инфляции агенты могут не обращать внимания на некоторые данные, касающиеся инфляции, и не менять ее прогнозы. Эта теория оказалась достаточно успешной при объяснении того, почему цены быстро реагируют на специфические для данной отрасли шоки и медленно реагируют на агрегатные макроэкономические шоки¹¹⁵.

¹¹¹ Bernanke B. Inflation Expectations and Inflation Forecasting // Speech at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute – Cambridge, MA, 2017. July 10.

¹¹² Mankiw G., Reis R. Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve // Quarterly Journal of Economics. 2002. No.4. P. 1295-1328.

¹¹³ Woodford M. Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy. In: Knowledge, Information and Expectations in Modern Macroeconomics: In Honor of Edmund S. Phelps. – Princeton: Princeton University Press, 2002.

¹¹⁴ Sims C. Implications of Rational Inattention // Journal of Monetary Economics. 2003. No.3. P. 665-690.

¹¹⁵ Mackowiak B., Wiederholt M. Optimal Sticky Prices Under Rational Inattention // The American Economic Review. 2009. No.3. P. 769-803.

Существуют и другие концепции, отличающие от гипотезы рациональных ожиданий с полной информацией. Они используют идею *ограниченной рациональности* и исходят из того, что индивиды не в состоянии следить за всем множеством макроэкономических переменных и их связей, но работая на основе моделей с небольшим числом переменных, принимают решения вполне рационально¹¹⁶.

Еще одна группа моделей связана с понятием *обучения*. Обучение описывается как адаптивный процесс, в котором индивид действует как ученый-эконометрик, использующий новую информацию для корректировки своей прогнозной модели. Концепция *«адаптивного обучения»* отличается от концепции *«адаптивных ожиданий»*, поскольку принимает как данность существование равновесия с рациональными ожиданиями и исследует последствия небольших отклонений от него. В моделях адаптивного обучения агенты способны наблюдать шоки и готовы принимать оптимальные решения, но в точности не знают структуры экономики, параметров, управляющих ее динамикой, и предпочтений денежных властей. При определенных условиях экономика, в которой индивиды находятся в процессе обучения, способна прийти к равновесию с рациональными ожиданиями. Но до тех пор, пока рыночные агенты не накопили достаточных знаний, этого не произойдет. Более того, в условиях меняющейся экономической среды ожидания агентов могут существенно и устойчиво отклоняться от рациональных¹¹⁷.

Наконец, заметной новой концепцией формирования ожиданий является идея того, что агенты могут переключаться с одних прогнозных правил на другие, в некоторых ситуациях прогнозируя инфляцию в соответствии с рациональными ожиданиями, а в других занимаясь скорее экстраполяцией тренда инфляции (то есть не обращая внимания на многие преходящие шоки)¹¹⁸.

Измерение инфляционных ожиданий на основе опросов

Альтернативные теории формирования ожиданий во многом возникли как реакция на проблемы эмпирической оценки кривой Филлипса с рациональными ожиданиями. *Но для проверки новых теорий требовались иные массивы данных.* Ведь в стандартной кривой Филлипса *ненаблюдаемые* рациональные ожидания либо заменяются значениями фактически реализованной инфляции, либо рассчитываются на основе модели общего равновесия, в которую входит и кривая Филлипса (*model-based expectations*)¹¹⁹. Получение решения этой модели непросто и требует использования алгоритмов оценивания с помощью инструментальных переменных. Как продемонстрировал Дж. Мут, ожидания, выведенные на основе модели, можно представить как взвешенное среднее прошлых значений цен. Принципиально то, что веса в формулах рациональных ожиданий являются функциями параметров модели и изменение этих параметров меняет и значения ожиданий¹²⁰. Иными словами, любые изменения структуры экономики и структуры модели заставляют агентов пересматривать свои оценки будущей инфляции¹²¹.

¹¹⁶ Gabaix X. A Sparsity-Based Model of Bounded Rationality // Quarterly Journal of Economics. 2014. No.4. P. 1661-1710.

¹¹⁷ Evans G., Honkapohja S. Learning and Expectations in Macroeconomics. – Princeton: Princeton University Press, 2012.

¹¹⁸ Pfajfar D., Zakelj B. Experimental Evidence on Inflation Expectation Formation // Journal of Economic Dynamics and Control. 2014. P. 147-168.

¹¹⁹ Stock J., Watson M.W. Modeling Inflation After the Crisis // NBER Working Paper No.16488. October 2010. P. 25.

¹²⁰ В случае адаптивных ожиданий веса, с которыми прошлые значения цен входят в формулу ожиданий, не связаны со структурной моделью экономики.

¹²¹ Muth J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements // Econometrica. 1961. No.3. P. 320.

Следовательно, модельные показатели ожидаемой инфляции мало пригодны для исследования экономики с меняющейся структурой.

Для проверки реальных механизмов формирования ожиданий исследователи постепенно перешли к использованию данных опросов и рыночных показателей ожиданий, хотя первоначально (в 1940-1970-е годы) эти массивы информации воспринимались со скептицизмом. Результаты большинства исследований показали, что ожидания из опросов чаще всего отличаются от концепции рациональных ожиданий. Ожидания разных категорий респондентов существенно различаются между собой. Кроме того, данные опросов обнаруживают *устойчивость и предсказуемость, систематический характер ошибок прогноза*¹²².

Использование новых массивов данных поставило перед исследователями несколько вопросов:

- в чем причина расхождений ожиданий инфляции у разных категорий агентов;
- в каких опросах наблюдаются наименьшие ошибки прогноза;
- можно ли использовать ожидания из опросов в неокеевской кривой Филлипса, выведенной на основе рациональных ожиданий;
- ожидания каких категорий респондентов лучше всего подходят для макроэкономического уравнения инфляции?

Замена модельных ожиданий данными из опросов действительно позволила решить ряд статистических проблем, возникших при оценке кривой Филлипса с рациональными ожиданиями. Оказалось, что ожидания из опросов обеспечивают большую стабильность коэффициентов кривой на разных временных периодах¹²³. Они позволяют достаточно хорошо уловить инерционность инфляции, не прибегая к использованию лаговых переменных¹²⁴. Одновременное включение в кривую Филлипса ожиданий из опросов и прошлых значений инфляции часто позволяло лучше описать фактическую динамику инфляции, чем при использовании рациональных ожиданий¹²⁵. Отмечалось и то, что «сигналы об инфляционных ожиданиях, взятые из ряда американских опросов, хорошо предвидят изменения в тренде инфляции в США»¹²⁶. Использование данных опросов оказалось полезным для объяснения причин «исчезновения дефляции» в ходе последнего кризиса. Некоторые исследователи считают, это связано с увеличением инфляционных ожиданий домашних хозяйств, вызванным ростом цен на нефть, поскольку потребители обычно рассматривают динамику цен на нефть в качестве главного индикатора дальнейшей инфляции¹²⁷.

В настоящее время большинство аналитиков признает, что ожидания из опросов важны для понимания динамики инфляции, хотя и не являются вполне рациональными. Остается, однако, непонятным, данные каких опросов пригодны для использования в неокеевской кривой Филлипса. В США, например, существует

¹²² Mehra Y.P. Survey measures of Expected Inflation: Revisiting the Issues of Predictive Content and Rationality // Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Quarterly. 2002. No.3; Croushore D. An Evaluation of Inflation Forecasts from Surveys Using Real-Time Data // The B.E. Journal of Macroeconomics. 2010. No.1. P. 1-32.

¹²³ Roberts J. New Keynesian Economics and The Phillips Curve // Journal of Money, Credit and Banking. 1995. No.4. P. 975-984.

¹²⁴ Brissimis S., Magginas N. Inflation Forecasts and the New Keynesian Phillips Curve // International Journal of Central Banking. 2008. No.2. P. 1-22.

¹²⁵ Fuhrer J. The Role of Expectations in Inflation Dynamics // International Journal of Central Banking. 2012. No.1. P. 137-165.

¹²⁶ Ceccetti C. et al. Understanding the Evolving Inflation Process // US Monetary Policy Forum. 2007.

¹²⁷ Coibion O., Gorodnichenko Y. What Can Survey Forecasts Tell Us About Information Rigidities? // Journal of Political Economy. 2012. No.1. P. 116-159.

семь видов опросов, существенно различающихся по характеру респондентов, частоте проведения, прогнозному горизонту, по видам показателей инфляции.

Поскольку неокейнсианская кривая Филлипса является прямым следствием решения оптимизационной задачи фирмы, то целесообразно использовать ожидания компаний. Проблема, однако, заключается в том, что пока не существует длинного временного ряда ожиданий *непосредственно компаний*¹²⁸. За отсутствием необходимых данных об ожиданиях компаний исследователи используют данные опросов потребителей, опросов профессиональных прогнозистов и показатели ожиданий, выводимые из рыночных данных.

Долгое время наиболее надежными считались ожидания *профессиональных прогнозистов*, но последнее время они вызывают сомнения, поскольку выяснилось, что респонденты по разным причинам склонны говорить неправду. Часто их ожидания группируются вокруг целевого показателя инфляции центрального банка. С одной стороны, это может означать, что прогнозисты доверяют центральному банку и верят, что он при любых обстоятельствах добьется поставленной цели. С другой стороны, отвечая таким образом, прогнозисты могут упрощать себе задачу, но тогда их прогнозы бесполезны, поскольку не подсказывают центральному банку, что нужно делать, чтобы добиться поставленной цели.

Важным фактором расхождений ожиданий у потребителей и профессиональных прогнозистов является то, что они имеют разные модели будущей инфляции. Так, инфляционные ожидания потребителей в основном коррелируют с динамикой цен продуктов питания, энергоносителей и с заработной платой. Напротив, ожидания профессиональных прогнозистов тесно коррелируют с макроэкономическими индикаторами и прежде всего с процентными ставками. За последние 15 лет расхождения в инфляционных ожиданиях домашних хозяйств и профессиональных прогнозистов значительно возросли.

Некоторыми исследователями ожидания *потребителей* по многим причинам признаются лучшими показателями ожиданий компаний, чем ожидания профессиональных прогнозистов¹²⁹. Прежде всего у потребителей меньше стимулов говорить неправду из соображений прибыли и привлечения клиентов. Ответы потребителей тесно коррелируют с их последующими решениями и действиями¹³⁰.

Ожидания потребителей в среднем лучше вписывались в структуру кривой Филлипса. Ожидания фирм и потребителей объединяет то, что мнения отдельных респондентов о будущей инфляции часто расходятся, а мнения профессиональных прогнозистов очень сходны. Ожидания потребителей важны и потому, что менеджеры компаний, прогнозируя инфляцию, часто опираются на свой опыт изучения цен в качестве потребителей. Наконец, данные опросов потребителей могут прямо воздействовать на поведение фирм, поскольку в них ставятся вопросы о том, какое поведение фирм потребители считают честным или нечестным. Так, повышение цен в результате изменения спроса может рассматриваться как нечестное, а повышение цен в ответ на изменение издержек как честное. Фирмы, учитывая мнение домохозяйств, могут менять свою ценовую политику.

Но у этих данных есть и существенные недостатки. Прежде всего *ответы потребителей очень чувствительны к формулировкам вопросов, чего не наблюдается при опросах менеджеров компаний*. Кроме того, по мнению президента Федерального резервного банка Сент-Льюиса Дж. Булларада ожидания

¹²⁸ В США, например, опросы компаний проводятся лишь с 2011 г. и лишь для одного региона.

¹²⁹ Coibion O., Gorodnichenko Y., Kamdar R. The Formation of Expectations, Inflation and the Phillips Curve // NBER Working Paper No.23304. March 2017. P. 22.

¹³⁰ Armantier O. et al. Inflation Expectation and Behavior: Do Survey Respondents Act on their Beliefs? // International Economic Review. 2015. No.2. P. 505-536.

потребителей из опросов Мичиганского университета США все последние 10 лет значительно переоценивали фактическую инфляцию¹³¹.

Показатели инфляционных ожиданий на основе рыночной информации

Для оценки ожиданий компаний широко используются и показатели, основанные на рыночной информации. Эти показатели многими исследователями рассматриваются как более информативные по сравнению с данными опросов, поскольку они более чутко реагируют на новую экономическую информацию.

При построении рыночных показателей ожиданий используется два основных подхода. В одном случае анализируется разница в доходности государственных облигаций, защищенных и не защищенных от инфляции, а при втором – данные об инфляционных свопах. Важнейшим преимуществом этих показателей по сравнению с опросами является то, что информация о них носит регулярный и высокочастотный характер: поступает ежедневно.

Первый подход основан на идее безубыточности инвесторов, покупающих защищенные и не защищенные от инфляции долгосрочные облигации, и исходит из того, что те инвесторы, которые покупают неиндексированные облигации, должны получить *компенсацию потерь от инфляции*. Показатель компенсации за инфляцию рассчитывается как разница в доходности обычных и индексированных облигаций (например, казначейских облигаций США, защищенных от инфляции – Treasury Inflation Protected Securities, TIPS) с одинаковым сроком погашения. То есть компенсация за инфляцию определяется как дополнительная доходность, которую нужно предоставить держателям номинальных активов, чтобы доход по двум типам облигаций при их погашении был для инвесторов одинаков¹³². Эта дополнительная доходность отражает среднюю ожидаемую инфляцию в течение срока обращения бумаг, при которой инвестору безразлично, что покупать – индексированные или неиндексированные бумаги. *То есть она отражает ожидаемую инфляцию, обеспечивающую безубыточность инвесторов (breakeven inflation rate)*. Разница в доходности номинальных и защищенных от инфляции государственных ценных бумаг, таким образом, представляет собой естественный показатель долгосрочных инфляционных ожиданий. Этот же принцип используется и при построении будущих показателей компенсации за инфляцию (forward breakeven inflation rate measures). Так, чаще всего рассчитывается пятилетняя безубыточная ставка инфляции, которая в среднем будет характерна через пять лет от настоящего момента времени (как разница между компенсацией за инфляцию по 10-летним облигациям и компенсацией за инфляцию по 5-летним облигациям, начиная с текущего момента времени).

Для получения представления об инфляционных ожиданиях можно использовать и данные рыночных свопов. При заключении контрактов инфляционных свопов две стороны обмениваются платежами в расчете на некоторую заранее оговоренную сумму контракта (notional amount). Одна сторона платит фиксированную сумму, а вторая – меняющуюся сумму в зависимости от реализованной инфляции. Для того, чтобы стороны захотели вступить в сделку инфляционного свопа, фиксированная сумма платежа должна быть примерно равна ожидаемой инфляции, чтобы компенсировать второй стороне свопа потери от инфляции, и, следовательно, может использоваться в качестве показателя инфляционных ожиданий.

В идеале все рыночные показатели ожиданий должны быть близки к целевому показателю инфляции ФРС США (или Европейского центрального банка) для тех

¹³¹ Bullard J. Inflation Expectations are Important to Central Bankers, Too // The Regional Economist. 2016. April. P. 3 (<https://www.stlouisfed.org>).

¹³² Инфляция индексируется на основе индекса потребительских цен.

показателей инфляционных ожиданий, которые основаны на индексе потребительских цен¹³³. Однако начиная с 2012 г. эти показатели в среднем снижались и в 2015-2017 гг. отставали от таргета в 2%. В Европе наблюдается еще более драматическое снижение рыночных показателей ожиданий¹³⁴.

Вместе с тем, как отмечалось в литературе, *компенсация за инфляцию и инфляционные ожидания – не одно и то же*. Недостатком рыночных показателей ожиданий является то, что они «зашумлены» и отражают не только инфляцию, которую ожидают инвесторы, но и премию за риск инфляции и премию за ликвидность облигаций¹³⁵. Иными словами, снижение компенсации за инфляцию может отражать не только снижение инфляционных ожиданий, но и уменьшение рисков аппетита (снижение премии за риск инфляции) у инвесторов, покупающих неиндексированные облигации, а также снижение премии за неликвидность индексированных облигаций (рынок TIPS существенно меньше и менее ликвиден, чем рынок облигаций). Но вычленение «чистых» инфляционных ожиданий является нелегким делом. Существенные расхождения в показателях ожиданий после корректировки наблюдаются даже в рамках самой ФРС. Так, исследователи из Федерального резервного банка Сан-Франциско утверждают, что и после корректировки сохраняется тенденция к снижению «чистых» ожиданий инфляции. Аналитики из Федерального резервного банка Кливленда, напротив, считают, что «чистые» инфляционные ожидания в этот период были относительно стабильны¹³⁶.

Подобная дискуссия о том, как интерпретировать данные различных опросов, показывает, что ключевая роль *«смотрящих вперед» инфляционных ожиданий* в динамике инфляции не подвергается сомнению. И в этом безусловно заслуга неокейнсианской кривой Филлипса. Но как формируются ожидания, до сих пор в точности неизвестно. Выдвигаются новые концепции формирования ожиданий – *неполной рациональности и жесткости информационных наборов*.

Одновременно особую важность приобрела количественная оценка и поиск наиболее точных показателей ожиданий, которые можно использовать при прогнозировании инфляции и проведении денежной политики. Как отмечает руководитель ФРС США Дж. Йеллен: *«Убедительные доказательства того, что долгосрочные ожидания снижаются, должны вызывать обеспокоенность, поскольку снижение инфляционных ожиданий потребителей и компаний могут оказывать понижающее давление на фактическую инфляцию, затрудняя достижение целевого показателя инфляции в 2%»*¹³⁷. Но главный вопрос сегодня именно в том и заключается: *какую информацию и какие показатели считать убедительными доказательствами изменения ожиданий?*

¹³³ Инфляция на уровне CPI (индекса потребительских цен) обычно превосходит инфляцию на уровне дефлятора PCE (потребительских расходов) на 30 базисных пунктов.

¹³⁴ Mester L. Recent Inflation Developments and Challenges for Research and Monetary Policymaking. Speech at the 47th Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy. 2016. May 12. Table 7.

¹³⁵ Christensen J. and Lopez J. Differing Views on Long-Term Inflation Expectations // Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter. 2016. April 4.

¹³⁶ Mester L. Recent Inflation Developments and Challenges for Research and Monetary Policymaking. Speech at the 47th Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy, Germany. 2016. May 12. Table 8-9.

¹³⁷ Yellen J. The Economic Outlook and Monetary Policy. Speech at the Economic Club of Washington. December 2015.

Глава 3. Экономический рост и инфляция

Взаимозависимость экономического роста и инфляции в воспроизводственном процессе относится к числу наиболее сложных тем в экономической науке и практике. Экономистами всего мира в течение последних 50 лет получены самые разные, в том числе и противоречащие друг другу результаты. Спектр мнений, позиций, оценок и выводов самый широкий – от отрицания какой-либо зависимости между этими явлениями до наличия высокой, как положительной, так и отрицательной корреляции между ними. Причины этого обусловлены как сложностью экономической природы процессов роста и инфляции, отсутствием аналитической (формульной, строго выведенной) зависимости между характеризующими эти процессы конкретными показателями, так и множественностью влияющих на них разнородных факторов, причем не только объективных (материальных), но и субъективных, что объясняется принадлежностью исследователей к различным научным школам.

Опыт 1970-1990-х годов

Можно выделить два периода резкого повышения интереса к теме экономического роста и инфляции в их взаимосвязи. Первый из них приходится на 1970-1980-е годы и связан с нефтяным кризисом, экономическими неурядицами и стагфляцией, второй – с мировым финансово-экономическим кризисом 2009-2010 гг. (так называемой Великой рецессией).

Десятилетие 1973-1984 гг. стало для развитых стран и, в первую очередь, США периодом экономических испытаний – на него пришлось три спада производства (см. рис. 3.1). Инфляция резко возросла и достигала в отдельные годы 10-12% (см. рис. 3.2), что в три-четыре раза выше значений этого показателя в 1960-е годы.

Неустойчивое в категориях экономического роста и высоко инфляционное развитие вызывало активизацию исследований, в которых оценивалась взаимозависимость инфляции с другими макроэкономическими показателями. Достижение низкой и стабильной инфляции стало с тех пор одной из основных задач макроэкономической политики в США и в других западных странах.

Нехватка теоретических разработок темы взаимозависимости инфляции и экономического роста в тот период не стала препятствием на пути экономистов, которые попытались такую зависимость оценить. Появилось большое число работ, в которых на основе уравнений регрессии рассчитывались последствия инфляции для экономического роста, инвестиций, потребления, других макроэкономических показателей. Эти уравнения были получены в рамках теоретических моделей экономического роста, хотя точные каналы, по которым инфляция влияет на экономический рост, при этом оставались не до конца ясны. Цель моделей состояла как в выявлении взаимозависимости этих двух показателей, так и в определении пороговых и в этом смысле оптимальных значений инфляции, которые бы содействовали экономическому росту.

В середине 1980-х годов десятилетие экономических неурядиц и стагфляция в развитых странах сменились устойчивым, продлившимся до начала 2000-х годов и повсеместным ростом, низкими и относительно стабильными инфляцией и безработицей. На эти годы пришлась реализация грандиозной технической идеи компьютерной революции, сопоставимой по степени преобразования окружающего мира и проникновения во все сферы жизнедеятельности человека, как считают

некоторые исследователи, с электричеством, паровой машиной и другими великими изобретениями¹³⁸.

Составлено по данным Бюро экономического анализа США (<https://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&904=1950&903=1&906=a&905=1000&910=x&911=0>).

Рисунок 3.1. Темпы ежегодного прироста ВВП США

Созданные в рамках компьютерной технологии дали мощный толчок экономическому росту, видоизменили и преобразовали практически все производственные, технологические, организационные, управленческие и бизнес-процессы в экономике, обеспечили невиданную ранее скорость передачи по сути неограниченных объемов информации, привели к резкому повышению мобильности товарных и финансовых потоков, к появлению новых отраслей и рынков, вызвали существенные сдвиги в структуре рабочей силы и занятости. Они изменили облик современной мировой экономики, внесли важный вклад в глобализацию, в создание современных интегрированных цепочек поставок товаров по всему миру. При этом инфляция оставалась стабильной и сравнительно низкой (см. рис. 3.2).

Составлено по данным Бюро трудовой статистики (Bureau of Labor Statistics – http://data.bls.gov/timeseries/CUUR0000SA0L1E?output_view=pct_12mths).

Рисунок 3.2. Инфляция в США (индекс потребительских цен без продовольствия и энергии: Consumer Price Index, CPI)

¹³⁸ См., например: Bergeaud A., Cetté G., Lecat R. Productivity Trends from 1890 to 2012 in Advanced Countries. Paris: Banque de France, 2014. Document de Travail No.475.

Таким образом, на коротком историческом отрезке времени протяженностью примерно в 30 лет экономики развитых стран прошли через два очень разных в категориях макроэкономической динамики и инфляционного развития периода. Это позволило экономистам в 1990-2000 гг., основываясь на накопившейся к тому времени солидной статистической выборке, начать крупные эконометрические исследования проблемы взаимосвязи экономического роста и инфляции¹³⁹.

Экономический рост и инфляции в посткризисный период

Экономический кризис 2009-2010 гг. оказался не только наиболее сложным и тяжелым для мировой экономики за весь послевоенный период (абсолютное снижение мирового ВВП в 2009 г. составило 0,1%), но, что самое важное – на фазе следовавшего за ним подъема до сих пор наблюдается относительно слабая динамика: темпы ежегодного прироста ВВП в 2012-2015 гг., по оценке МВФ, установились в среднем на уровне, который ниже значений аналогичного показателя предкризисного десятилетия 1998-2007 гг. на 20-25% (см. табл. 3.1).

Таблица 3.1.

Динамика экономического роста и инфляции

Страны и группы стран	Годы									
	В среднем за 1998-2007 гг.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Темпы ежегодного прироста ВВП, %</i>										
Мир в целом	4,2	3,0	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,4	3,5	3,4	3,1
Развитые страны:	2,8	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,3	2,0	2,1	1,7
в том числе США	3,0	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6
ЕС	2,7	0,7	-4,3	2,0	1,8	-0,4	0,3	1,7	2,4	2,0
Япония	1,0	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	2,0	0,3	1,2	1,0
Развивающиеся страны	5,8	5,8	3,0	7,4	6,3	5,3	5,1	4,7	4,2	4,1
в том числе Китай	9,9	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,8	7,3	6,9	6,7
<i>Ежегодная инфляция (индекс потребительских цен), %</i>										
Развитые страны	2,0	3,4	0,2	1,5	2,7	2,0	1,4	1,4	0,3	0,8
в том числе США	2,6	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3
ЕС	2,6	3,7	1,0	2,0	3,1	2,6	1,5	0,5	0	0,2
Япония	-0,2	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0	0,3	2,8	0,8	-0,1
Развивающиеся страны	7,9	9,2	5,0	5,6	7,1	5,8	5,5	4,7	4,7	4,4
в том числе Китай	1,1	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0

Источник: World Economic Outlook: gaining momentum? Washington. IMF. April 2017. P. 198-207.

Снижение темпов экономического роста и инфляции в посткризисный период характерно для всех групп стран мировой экономики, несмотря на имеющиеся у них различия в ходе и продолжительности экономических циклов. Если в 1998-2007 гг. развитые страны в целом имели темпы ежегодного прироста ВВП, равные 2,8%, то в 2012-2016 гг. значения этого показателя находились в пределах 1,2-2,0%. Для развивающихся стран также характерно сокращение темпов прироста ВВП с 5,8% в

¹³⁹ Наиболее серьезными исследованиями того периода являются: Bruno M., Easterly W. Inflation Crises and Long-Run Growth // Journal of Monetary Economics. 1998. Issue 1. P. 3-26; Fischer S., Sahay R., Vegh C.A. Stabilization and Growth in Transition Economies: The Early Experience // International Monetary Fund. 1996. MPRA Paper No.20631 (posted 12. February 2010); Khan M.S., Senhadji A.S. Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth // IMF Staff Papers. 2001. 48. No.1; Barro R.J. Inflation and Economic Growth // NBER Working Paper No.5326. 1995.

предкризисное десятилетие до 4,0-4,1% в 2013-2016 гг. В локомотиве мировой экономики последних десятилетий – в КНР – они сократились за те же годы с 9,9% до 7,7-6,7%.

Особенно серьезное замедление темпов роста экономики характерно для развитых стран. ЕС лишь в 2014 г. вышел на докризисный уровень по размеру ВВП. В США темпы ежегодного прироста этого показателя снизились с 2,8% 1998-2007 гг. до 2,0% в среднем за 2011-2016 гг.

Одновременно с ВВП в мировой экономике сокращалась инфляция (см. табл. 3.1). Если в 1998-2007 гг. в целом в развитых странах она составляла 2,0%, то в 2016 г. – только 0,8%. В ЕС в 2016 г. наблюдалась почти нулевая инфляция, а в США она составила 1,3%, в то время как в докризисное десятилетие значение этого показателя находилось в среднем на уровне 2,6%. В развивающихся странах наблюдался этот же процесс: в 1998-2007 гг. ежегодная инфляция составляла 7,9%. В посткризисный период этот показатель не был достигнут ни разу, а в 2016 г. инфляция сократилась до 4,4%.

Великая рецессия привела к активизации в экспертном сообществе дискуссии о факторах и трендах роста мировой и национальных экономик, резервах, потенциале и перспективах их развития. Широко стала распространяться точка зрения, что сегодняшние проблемы мировой экономики и ее локомотивов – скорее комплексные, системные и глобальные, чем конъюнктурные, временные и страновые. Причины переживаемых трудностей экономического развития и снижения темпов роста, по мнению некоторых экономистов, связаны не столько с кризисом, сколько с воспроизводственными процессами в целом, ослаблением конкурентоспособности экономик развитых стран, снижением их эффективности, продуктивности и производительности¹⁴⁰.

С наступлением кризиса в США в 2008 г. казалось, что стране грозит серьезная опасность одновременного сокращения производства и наступления дефляции: о ее приближении свидетельствовала динамика индекса цен производителей и потребителей. Появился даже термин «стаг-дефляция»¹⁴¹, характеризующий ожидания наступления глубокой стагнации и дефляции. Однако пессимистические предсказания скептиков не оправдались – экономика США удержалась от дефляции и показала в последующие годы пусть и невысокие, но устойчивые темпы роста цен – порядка 1,5% в год (за исключением 2015 г.).

Многие экономисты, учитывая глубину и продолжительность последней рецессии 2008-2009 гг. в США, ожидали длительной низкой инфляции или дефляции. Однако инфляция в те годы хоть и сократилась, но не так сильно и без перехода в отрицательную зону за исключением 2009 г. (см. табл. 3.1)¹⁴².

В американской экономической литературе имеется достаточно много исследований, подкрепленных конкретными расчетами по экономико-математическим моделям, которые обосновывают отсутствие длительной дефляции в США. Причины этого явления можно объединить в две группы. Первую из них составляют факторы производственного характера.

¹⁴⁰ См., например: Cowen T. The Great Stagnation: How America Ate All the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better Again. Dutton, 2011; Gordon R.J. U.S. Productivity Growth: The Slowdown Has Returned After a Temporary Revival // International Productivity Monitor. 2013. No.25. P.13-19 (<http://www.csls.ca/ipm/25/IPM-25-Gordon.pdf>).

¹⁴¹ См.: http://www.forbes.com/2008/10/29/stagnation-recession-deflation-oped-cx_nr_1030roubini.html. Термин не прижился, поскольку уже в 2010 г. экономика США вышла на прирост ВВП и небольшую инфляцию.

¹⁴² По данным Бюро экономического анализа, дефляция наблюдалась в США только в 2008 г. на ту же величину 0,1%. См.: <https://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&904=2008&903=11&906=a&905=2016&910=x&911=0>.

1. *Производственные факторы.* В одной из работ Национального бюро экономических исследований (National Bureau of Economic Research, NBER) изучаются два основных, по мнению авторов, фактора относительно высокого уровня инфляции во время Великой рецессии¹⁴³. Это, во-первых, рост цен на нефть, другие энергоресурсы и сырьевые товары, который наблюдался в мировой экономике в 2009-2011 гг., а во-вторых, высокие темпы роста развивающихся стран, предъявлявших значительный спрос, в том числе и на американские товары. В этом же русле находится объяснение сравнительно высокой инфляции группой специалистов МВФ¹⁴⁴.

Авторы другой работы полемизируют с указанными выше исследованиями и связывают отсутствие продолжительной низкой инфляции или дефляции в США не с нефтью, поскольку она, по их оценке, составляет в мировом производстве лишь около 1%, а с повышением во время Великой рецессии цен на промежуточные товары¹⁴⁵. Свои оценки они также обосновывают расчетами по модели.

Наконец, часть экспертов в числе материальных факторов отмечает значительную роль импортируемой инфляции¹⁴⁶.

Другая группа причин относительно высокой инфляции в США обусловлена, как считают исследователи, субъективными обстоятельствами, а именно – инфляционными ожиданиями.

2. *Инфляционные ожидания.* Наряду с материальными факторами, существенную роль в инфляционных процессах играет субъективное восприятие населением экономической действительности и перспектив развития. В условиях информационного общества, общедоступности статистических данных, активной политики правительств, направленной на публикацию различного рода индикаторов, позволяющих гражданам лучше ориентироваться в текущих и перспективных экономических проблемах, значение этого фактора объективно возрастает.

В самом деле, в течение последних 20 лет правительствами, статистическими службами, центральными банками развитых странах не только проводился тщательный и многоплановый мониторинг инфляции, но и осуществлялось ее эффективное регулирование в соответствии с целевыми установками. К настоящему времени достигнут высокий уровень информационного и методического сопровождения анализа динамики инфляции и влияющих на нее факторов за длительные периоды времени, обеспечена полная прозрачность и оперативность принятия регуляторами решений, в том числе и по контролю за инфляционными процессами. «Инфляционные ожидания увеличились и стали более стабильными, в том числе они оставались удивительно устойчивыми в течение нескольких лет после Великой рецессии», – отмечают эксперты¹⁴⁷.

Все это в совокупности с полнотой и общедоступностью данных о показателях деятельности экономических агентов и экономики в целом привело к тому, что инфляционные ожидания в развитых странах стабилизировались, или, по образному выражению специалистов, «стали на якорь» (anchor inflation expectations)¹⁴⁸.

¹⁴³ Coibion O., Gorodnichenko Y. Is The Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation // NBER Working Paper No.19598. 2013.

¹⁴⁴ Blanchard O., Cerutti E., Summers L. Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications // IMF Working Paper WP/15/230. 2015.

¹⁴⁵ Kara E., Pirzada A.J. A possible explanation of the missing deflation puzzle // Discussion Paper 16/670. University of Bristol. 2016.

¹⁴⁶ Matheson T., Stavrev E. The Great Recession and the Inflation Puzzle // IMF Working Paper. WP/13/124. 2013.

¹⁴⁷ Matheson T., Stavrev E. Op. cit. 2013. P. 6.

¹⁴⁸ См., например: Bernanke B. The Economic Outlook and Monetary Policy. Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Wyoming, 2010. P. 14.

«Укрепление авторитета центральных банков и их успех в обеспечении стабильных темпов инфляции за последнее десятилетие повлияли на то, как люди думают о будущей инфляции», – считают в МВФ¹⁴⁹. К указанным работам можно добавить еще ряд заслуживающих внимания исследований, посвященных анализу отсутствия дефляции в США и акцентирующих внимание на повышении в последние десятилетия устойчивости и стабильности инфляционных ожиданий в стране¹⁵⁰.

Обилие и многообразие точек зрения на отсутствие длительной низкой инфляции или дефляции в США во время Великой рецессии и в посткризисный период свидетельствует о том, что при множестве гипотез трактовки этого факта все же остается не выявленной его доминирующая причина. Объяснение этому, с нашей точки зрения, следует искать в фундаментальных основах, определяющих единство стадий воспроизводственного процесса и взаимозависимость всех его участников. Инфляция выступает итогом, эффектом, результатом действий и решений огромного, вряд ли поддающегося количественной оценке, числа разнородных объектов и субъектов, специфически входящих в воспроизводственный процесс. Ее формируют самые различные категории участников этого процесса, постоянно находящиеся в стремлении достижения собственных интересов и одновременно – в конфликтном поле: потребители и производители, продавцы и покупатели, инвесторы и предприниматели, заемщики и кредиторы, работники и работодатели, занятое население и иждивенцы, взрослые и дети, получающие пособия от государства и живущие собственным трудом и т.д. Каждый из них постоянно принимает экономические и финансовые решения, исходя из собственных целей, задач, возможностей, в условиях асимметрии информации, временных лагов, субъективных предпочтений и ожиданий. И инфляция, таким образом, выступает результирующей движения цены товаров в процессе совершения не поддающегося исчислению объема трансакций, по каждой из которых решение принимается на основе как объективных факторов, так и субъективных предпочтений.

Но наряду с фундаментальными причинами существуют и специфические страновые особенности воспроизводственного процесса, накладывающие свой отпечаток на динамику инфляции. К числу таких важнейших конкретных обстоятельств для США, существенно повлиявших на количественные значения инфляции, выступает, с нашей точки зрения, доминирующая доля услуг в ВВП (до 70%). Поэтому многое в инфляционных процессах в США в целом определяется тем, как изменяются цены на продукцию именно этого комплекса отраслей.

Как видно из таблицы 3.2, во многих секторах экономики США в течение довольно длительного времени наблюдалось падение цен. Так, в 2009 г. на потребительские товары длительного пользования цены снизились на 1,7%, на инвестиционные товары – на 1,0%, на внешнеторговые товары и услуги – на 1,8-12,2%. И только за счет высокой доли в структуре экономики услуг, цены на которые выросли на 1,1% в 2009 г., дефлятор ВВП вышел на уровень 0,8%, а цены на товары личного потребления сократились всего на 0,1%.

Таким образом, как нам представляется, сфера услуг выступила главным драйвером инфляционного процесса в США в период Великой рецессии и посткризисного восстановления. Наряду с другими факторами, такими, как например, политика количественного смягчения ФРС или повышение мировых цен

(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.pdf>); World Economic Outlook 2013. International Monetary Fund. 2013. P. xvi. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>).

¹⁴⁹ World Economic Outlook 2013. International Monetary Fund. 2013. P. 80.

¹⁵⁰ Ball L., Mazumder S. A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment // NBER Working Paper No.20715. 2014; Fuhrer J. The Role of Expectations in U.S. Inflation Dynamics // Federal Reserve Bank of Boston. Working Paper No.1111. 2011.

на энергоресурсы, рост цен на услуги предотвратил скатывание крупнейшей в мире экономики в дефляцию.

Таблица 3.2.

Индексы роста цен в США, %

Показатель	Годы								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ВВП	1,9	0,8	1,2	2,1	1,8	1,6	1,8	1,1	1,3
Личное потребление	3,1	-0,1	1,7	2,5	1,9	1,3	1,5	0,3	1,2
товаров:									
- длительного пользования	-1,9	-1,7	-1,4	-0,9	-1,3	-1,9	-2,3	-2,1	-2,2
- кратковременного пользования	5,6	-2,6	3,1	5,9	2,4	0,1	0,7	-3,3	-1,1
Услуг	3,1	1,1	1,7	1,8	2,2	2,3	2,5	1,9	2,5
Валовые частные инвестиции	1,0	-1,0	-0,9	1,4	1,4	1,5	2,1	0,8	0,5
в основной капитал	1,0	-1,0	-0,8	1,4	1,5	1,6	2,3	1,1	0,6
Экспорт:	4,7	-5,5	4,3	6,4	0,9	0,1	0	-5,0	-1,9
- товаров	4,9	-6,7	5	7,6	0,4	-0,7	-1,0	-7,1	-3,7
- услуг	4,0	-2,7	2,6	3,7	2,0	1,8	2,1	-0,5	1,7
Импорт:	10,5	-10,4	5,8	7,7	0,6	-0,9	-0,3	-7,8	-3,1
- товаров	11,4	-12,2	6,7	8,8	0,6	-1,3	-0,7	-9,1	-3,7
- услуг	5,6	-1,8	1,8	2,2	0,7	1,3	1,7	-1,6	-0,5

Источник: U.S. Bureau of Economic Analysis (<https://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=3&isuri=1&1921=survey&1903=11>).

Перспективы и прогнозы

Долгосрочные и среднесрочные экономические прогнозы по своей природе являются в высокой степени неопределенными. Мировая и страновые экономики уязвимы и чувствительны к непредсказуемым или трудно реализуемым событиям и явлениям, которые иногда случаются, но представляются на момент составления прогноза маловероятными и несущественными.

И все же, с нашей точки зрения, динамика инфляционных процессов в мировой экономике на среднесрочную перспективу будет определяться двумя группами факторов и обстоятельств: общими для рыночной системы хозяйствования закономерностями развития и страновыми особенностями.

Первую группу составляет ряд показателей, которые будут действовать в направлении оказания дальнейшего дефляционного давления на экономику. Главным образом, это относительно невысокие темпы экономического роста и затянувшееся преодоление последствий кризиса экономиками стран ЕС, а также фактическая стагнация экономики Японии. Двойственное воздействие на инфляцию и экономический рост будет оказывать такой общего характера фактор, как установившиеся в течение последних лет относительно низкие цены на энергоресурсы, сырье, металлы, продовольствие. С одной стороны, это позволяет компаниям уменьшить издержки производства, за счет чего способствует росту предложения и оживлению экономической деятельности, но с другой – оказывает понижающее давление на инфляцию, а в отдельных случаях приводит и к абсолютному снижению цен производителей, то есть к дефляции.

Многое в процессе взаимодействия экономического роста и инфляции в мировой экономике в целом будет также определяться перспективами, масштабами и глубиной возможных инновационных прорывов. Если в ближайшие годы появятся новые отрасли, сопоставимые по своим масштабам, глубине проникновения и воздействия на воспроизводственные процессы с информационно-коммуникационными технологиями, то следует ожидать как увеличения темпов

экономического роста по сравнению с наблюдающимися в посткризисный период, так и некоторого повышения инфляции.

К группе страновых особенностей, которые будут определять динамику инфляции в среднесрочной перспективе, следует, с нашей точки зрения, отнести специфическую для каждой страны экономическую активность субъектов предпринимательской и финансовой деятельности, государственную политику регулирования, величину дефицита бюджета и государственного долга, складывающуюся структуру производства и капитальных вложений, показатели валютного курса, экспорта, импорта и т.д.

Исходя из сложившихся к настоящему времени тенденций, наиболее благоприятная ситуация с инфляцией, как нам представляется, будет наблюдаться в США, где на фоне относительно высоких в сравнении с остальными развитыми странами темпов экономического роста происходит активное восстановление рынка труда. Это и далее будет вести к повышению заработной платы и потребительского спроса, а следовательно, способствовать увеличению инфляции.

У США есть первостепенные проблемы в экономике, но относительно слабая экономическая динамика и инфляция к их числу все же, по нашему мнению, не относятся. Существенного снижения эффективности американской экономики в посткризисный период не происходит. Производительность труда и капитала, многофакторная производительность устойчиво возрастают, хотя и более слабыми, чем ранее, темпами. Сбалансированная экономика, энергичный бизнес, высокая конкуренция, развитые институты, мощное государство в целом обеспечивают расширенное воспроизводство. У США были и остаются самые крупные в мире научно-технический и финансовый потенциалы.

Важным фактором, поддерживающим на перспективу приемлемые и относительно высокие темпы роста инфляции в США, останутся инфляционные ожидания экономических агентов и сбалансированная политика ФРС, стимулирующая инфляционные процессы. Ряд проведенных в США обследований и опросов профессиональных прогнозистов¹⁵¹ свидетельствуют о наличии у экономических субъектов долгосрочных стабильных инфляционных ожиданий и об их вере к постепенному возвращению инфляции до уровня 2%. Безусловно, ФРС будет и далее использовать все имеющиеся в ее распоряжении инструменты для поддержания ценовой стабильности в направлении недопущения как чрезмерной инфляции, так и дефляции.

Однако вместе с тем имеются и факторы, которые будут выступать в качестве противоположно направленных по отношению к инфляции сил. Низкие цены на нефть, другие энергоресурсы, сырье и продовольствие будут и далее оказывать дефляционное давление на все страны, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. В США этот эффект будет усиливаться за счет повышения курса доллара. В среднесрочной же перспективе оба указанные фактора, как нам представляется, с большой вероятностью потеряют свою значимость, цены на энергоресурсы и сырье поднимутся, курс доллара снизится, а численные величины этих показателей выйдут на медианные за последние десятилетия значения.

Экономический рост. В развитых странах в условиях относительно низкой (в сравнении с докризисным периодом) экономической активности увеличение объема реального производства останется одной из важнейших задач на перспективу. Во многих из них основными проблемами макроэкономической политики будут выступать, как и ранее, преодоление посткризисных явлений, выход на устойчивые

¹⁵¹ См.: European Central Bank Economic Bulletin. Issue 2/2015. P. 37.

темпы роста, близкие к целевым установкам правительств и центральных банков, а также преодоление тенденции к снижению инфляции.

Многие специалисты, в частности, эксперты МВФ ожидают некоторого оживления роста и незначительного повышения инфляции в этой группе стран в среднесрочной перспективе. Даже в Японии прогнозируется ускорение роста, чему будут способствовать меры, принимаемые правительством и ослабление иены. Так, по прогнозам этой организации, развитые страны выйдут к 2021 г. на целевые показатели инфляции, но темпы роста ВВП будут, как и сейчас, ниже, чем в докризисный период (см. табл. 3.3).

Таблица 3.3.

Прогноз экономического роста и инфляции

Страны/регионы	2021 г.
<i>Темпы ежегодного прироста ВВП, %</i>	
Мировая экономика	3,9
Развитые страны	1,8
в том числе США	2,0
ЕС	1,8
еврозона	1,5
Япония	0,7
Развивающиеся страны	5,1
в том числе Китай	6,0
<i>Ежегодная инфляция (индекс потребительских цен), %</i>	
Развитые страны	1,9
в том числе США	2,2
ЕС	1,9*
еврозона	1,7
Япония	1,2
Развивающиеся страны	3,9*
в том числе Китай	3,0

* – дефлятор ВВП.

Источник: World Economic Outlook: Too Slow for Too Long. Washington. IMF. April 2016. P. 168-177.

За общими прогнозными цифрами скрываются существенные различия численных значений показателей роста в отдельных странах. Так, по мнению экспертов МВФ, развитие экономики США по темпам (прирост ВВП в 2021 г. составит 2,0%) будет существенно опережать ЕС в целом, еврозону (1,5% прирост ВВП в 2021 г.) и такие страны, как Германия (1,2%), Франция (1,9%), Италия (0,8%)¹⁵².

В целом такой прогноз согласуется с оценками Бюджетного управления Конгресса США (Congressional Budget Office, CBO), согласно которым темпы ежегодного роста ВВП этой страны до 2025 г. практически не будут увеличиваться по сравнению со средними за восстановительный период, то есть сохранятся на уровне 2,1% в 2015-2019 гг. и 2,2% в 2020-2025 гг.¹⁵³

Поскольку в развитых экономиках рост будет оставаться относительно невысоким, прогнозируемое экспертами ускорение развития мировой экономики в среднесрочной перспективе в значительной степени будет определяться развивающимися странами. Но и в этой группе стран возможности макроэкономической политики их правительств по обеспечению роста с выходом на

¹⁵² World Economic Outlook: Too Slow for Too Long. Washington. IMF. April 2016. P. 169.

¹⁵³ The Budget and Economic Outlook: 2015 to 2025. Congressional Budget Office. 2015. P. 48 (<https://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/49892-Outlook2015.pdf>).

докризисный уровень инфляции остаются ограниченными. Если в 1998-2007 гг. среднегодовые темпы прироста ВВП этой группы стран составляли 5,8% (см. табл. 3.1), то на 2021 г. МВФ, например, прогнозирует значение аналогичного показателя только на уровне 5,1% (см. табл. 3.3).

В целях сбалансированного роста и достижения контроля над инфляционными процессами развивающимся странам предстоит осуществить серьезные преобразования в экономике, структурные реформы по накоплению капитала, росту производительности, развитию инфраструктуры, улучшению инвестиционного и делового климата.

Инфляция. Последние годы инфляция и инфляционные ожидания во многих развитых странах находятся значительно ниже целевых уровней, установленных их центральными банками. Более того, они имеют близкие к 0 значения и продолжают оставаться продолжительное время на этом уровне, а в отдельные годы переходят в отрицательную зону, что может стать серьезной проблемой для экономического роста в будущем.

В среднесрочной (пятилетней) перспективе, как полагают некоторые эксперты, в странах с развитой экономикой инфляция будет повышаться, но в целом останется ниже целевых показателей центральных банков (за исключением США, для которых прогнозируется постепенный рост инфляции с приближением ее к долгосрочному целевому показателю ФРС в 2% в год). Примерно такие же оценки даются Бюджетным управлением Конгресса США: по мнению его экспертов, инфляция, достигнув к концу 2017 г. целевого значения в 2,0%, сохранится примерно такой же до 2025 г.¹⁵⁴

Среднесрочный прогноз умеренного роста и пониженной инфляции в ЕС определяется в основном недостаточно высокими значениями макропоказателей в последние годы. Высокая безработица, низкие инвестиции, высокие государственные долги и несбалансированные бюджеты осложняют устойчивое восстановление экономики и будут продолжать сдерживать спрос. Ожидаемое же экспертами небольшое повышение экономической активности в ЕС обусловлено мерами, принимаемыми ЕЦБ и центральными банками стран, не входящих в еврозону, начавшимся ростом мировых цен на нефть, а также некоторым снижением курса евро. В совокупности эти факторы и приведут, по мнению МВФ, к повышению инфляции, которая приблизится к установленному ЕЦБ целевому показателю роста потребительских цен и достигнет 1,9% через 5 лет (см. табл. 3.3).

Дефляционные риски. Воздействие на экономический рост продолжительной низкой инфляции или даже дефляции в развитых странах вызывает риски на перспективу. В течение ближайших 5 лет, по-видимому, сохранится отставание инфляции от ее целевых показателей, декларированных центральными банками этих стран. Анализ, представленный МВФ в апреле 2016 г. на основе разработанной в этой организации Глобальной прогнозной модели (IMF's Global Projection Model)¹⁵⁵, указывает на увеличение вероятности обоих процессов – и рецессии, и дефляции – в крупнейших странах с развитой экономикой к концу 2016 г.¹⁵⁶. Так, риск дефляции, определяемый на основе динамики уровня цен в течение четырех кварталов подряд, возрос по сравнению с апрелем и октябрём 2015 г. для США, ЕС и Японии и составил: для США – 10%, ЕС – 34%, Японии – 18%.

¹⁵⁴ The Budget and Economic Outlook: 2015 to 2025. Congressional Budget Office. 2015. P. 45.

¹⁵⁵ Модель МВФ состоит из блоков: производство, безработица, инфляция, процентные ставки и валютный курс. Подробнее см.: Carabenciov I., Freedman C., Garcia-Saltos R., Laxton D., Kamenik O., Manchev P. GPM6 – The Global Projection Model with 6 Regions // IMF Working Paper WP/13/87. 2013.

¹⁵⁶ World Economic Outlook: Too Slow for Too Long. Washington. IMF. April 2016. P. 28.

Оценки высокого риска дефляции в ЕС, полученные МВФ, подтверждаются статистикой Европейской Комиссии и нарастающей тенденцией перехода к абсолютному снижению потребительских цен во многих странах ЕС. Если в 2014 г. цены в годовом исчислении снижались в абсолютном выражении в 6 странах ЕС, то в 2015-2016 гг. их стало 11 и 10 соответственно (см. табл. 3.4).

Таблица 3.4.

Дефляция в странах ЕС (дефлятор частного потребления, %)

Страна	Годы		
	2014	2015	2016
Эстония	0,5	-0,2	0,9
Греция	-2,5	-1,5	-1,0
Испания	0,2	-0,1	-0,1
Кипр	-0,5	-1,8	-1,3
Латвия	1,7	-1,0	1,0
Литва	0,1	-0,9	0,9
Словения	-0,1	-0,6	-0,3
Словакия	-0,1	-0,1	-0,3
Болгария	0	1,2	-0,1
Хорватия	-0,5	-0,5	-1,2
Венгрия	0,9	-0,2	-0,2
Польша	-0,1	-1,1	-0,4
Румыния	1,2	0,9	-0,5

Источник: European Economic Forecast: Autumn 2017. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2017. P. 167.

Ситуацию с дефляцией могут усугубить бюджетные и долговые проблемы ЕС. «В зоне евро риск снижения инфляционных ожиданий вызывает обеспокоенность на фоне большого долгового бремени в некоторых странах», – справедливо, с нашей точки зрения, отмечают эксперты МВФ¹⁵⁷.

Движение показателя инфляции в перспективе во многом будет определяться не только темпами роста экономики и мерами денежно-кредитной политики национальных правительств и центральных банков, но также и инфляционными ожиданиями. Если будет иметь место повышательная тенденция в изменении среднесрочных инфляционных ожиданий, обусловленная, в частности, наметившимся в 2016 г. повышательным трендом цен на нефть, сырье и металлы, то вырастут и долгосрочные инфляционные ожидания.

С нашей точки зрения, дилемма «инфляция-дефляция» рождается и разрешается в сложных и многообразных условиях современного воспроизводства, в процессе многостадийного движения промежуточного продукта от производителя к конечному потребителю, с учетом межотраслевых поставок и глубоко взаимосвязанных технологических процессов, инфляционных ожиданий продавцов и покупателей и лишь в незначительной степени напрямую зависит от цены на нефть. Если бы связь инфляции, например, с ценой на нефть была прямолинейной или близкой к таковой, то и ликвидация дисбалансов в посткризисный период и механизм разрешения многих противоречий стали бы гораздо более простыми.

¹⁵⁷ Ibid. P. xv.

Глава 4. Структурные проблемы инфляции

В мире сложились две теоретические школы, объясняющие характер инфляции: монетаристы и структуралисты. Монетаристы полагают, что инфляция объясняется преимущественно денежными факторами. Это формирует основу монетаристских утверждений, что инфляция всегда и везде является денежным феноменом. Структуралисты, напротив, утверждают, что структурные и институциональные факторы играют более важную роль в динамике инфляции. Структуралисты утверждают, например, что неэластичные поставки продовольствия, недостаток инфраструктуры, который создает проблемы для дистрибуции произведенных товаров, недостаток финансовых ресурсов и низкие экспортные доходы, приводя к нехватке иностранной валюты в развивающихся странах, оказывают давление на внутренние цены¹⁵⁸. Также утверждается, что дефицит финансовых ресурсов вместе с ограниченной налоговой базой заставляет развивающиеся страны прибегать к дефицитному финансированию с помощью центральных банков, что приводит в конечном итоге к инфляционному давлению.

Структурные факторы в развитых странах

Структурные факторы инфляции играли заметную роль и в развитых странах. Существенный рост цен с середины 1960-х годов был зафиксирован, например, в США. Государственная экономическая политика с 1969 г. была направлена на снижение инфляции, однако все принимаемые тогда меры оказались напрасными. В 1969 и 1970 гг. были задействованы меры монетарной политики, однако экономика страны вошла в рецессию при падении выпуска и росте безработицы, а цены продолжали расти¹⁵⁹.

С 1971 г. до середины 1974 г. в США проводилась политика контроля над ценами и заработной платой. Однако цены продолжали расти в 1971 г. на 4,3%, в 1972 г. на 8,7% и в 1973 г. на 10%. Безработица оставалась на уровне 5% в этот период¹⁶⁰. После отмены контроля над заработной платой снова стала применяться монетарная политика. К октябрю 1974 г. безработица выросла до 6%. Производство сокращалось, а цены продолжали расти темпами, превышающими 10% в год.

В этот период наблюдался заметный вклад в динамику инфляции структурных диспропорций. Среди наиболее важных структурных факторов в США можно выделить концентрацию бизнеса, активную роль организованной рабочей силы, расширение государственных расходов и расточительное потребление.

Рост концентрации бизнеса начался со времен Второй мировой войны. Доля добавленной стоимости, произведенной 500 крупнейшими корпорациями обрабатывающей промышленности, выросла с 30% до 40%. В периоды инфляции крупные компании не волновались по поводу потери доли рынка, поднимая цены на свою продукцию. За ростом цен одной компании сразу же шло повышение цен у другой компании. В период инфляции решения повышать существующие цены, вероятно, менее эластичны, чем в период стабильных цен. Каждая компания испытывает рост спроса на свою продукцию, что выливается в попытки поддерживать объемы производства перед лицом растущих цен. Даже в случае если объемы производства не сохраняются на прежнем уровне, расходы компаний не уменьшаются.

¹⁵⁸ Harvey S., Cushing M. Separating Monetary and Structural Causes of Inflation // Journal of Finance and Economics. 2014. Issue 3. P. 16-30.

¹⁵⁹ Elsheikh N., Badr M. Inflation: A Structural Problem // Proceedings of Oklahoma Academic Studies. 1975. No.55. P. 91-93.

¹⁶⁰ Wolozin H., Torto R. Domestic Economic Problems. – Boston: Holbrook Press, 1974.

В послевоенный период в США мощь рабочей силы заметно возросла. Уровень ее квалификации в 1960-е и 1970-е годы был значительно выше по сравнению с 1940-ми и 1950-ми годами. Работодателям стало гораздо сложнее заменять занятых или инвестировать в их подготовку и переобучение. Перед лицом забастовок или угрозы забастовок работодателям казалось повышение уровня заработных плат наилучшим решением, особенно в периоды инфляции, когда и цены и прибыли корпораций находятся на высоком уровне и компании могут переложить повышение зарплаты на потребителя.

В конце 1960-х и начале 1970-х годов рабочие требовали не только текущего повышения заработной платы, но и ее роста на перспективу в соответствии с ростом стоимости жизни. Поправки на этот рост использовались не только профсоюзами, но и захватывали других рабочих и служащих.

Если рост заработной платы не сопровождается аналогичным ростом производительности, он становится инфляционным. Низкий рост производительности особенно часто отмечался в сфере услуг, где в 1960-е годы наблюдался заметный рост профсоюзов, а также в государственном секторе.

Объединение в профсоюзы государственных служащих в США разрешалось законом от 1961 г., после чего число членов профсоюзов этой категории занятых существенно возросло. Число членов профсоюзов государственных служащих за 1960-1970 гг. выросло на 150%. В этот же период численность профсоюзных членов в торговле, отрасли связи и сфере услуг выросла соответственно на 90%, 92% и 76%. Одновременно наблюдалось заметное увеличение доли услуг в экономике страны, что снижало рост совокупной производительности и увеличивало общее инфляционное давление. Уже в 1970 г. в сфере услуг работало 62% всей рабочей силы страны и тенденция эта продолжала усиливаться.

В эти годы рост заработной платы опережал рост производительности, которая увеличивалась ежегодно на 3%. В период с 1964 по 1970 гг. недельная зарплата в сфере услуг выросла с 70 долл. в час до 98 долл. в час (на 40%), в обрабатывающей промышленности – с 103 до 134 долл. в час (на 31%)¹⁶¹.

Еще одним инфляционным фактором выступали государственные расходы, которые непрерывно росли с 1930-х годов. Большая часть бюджетных расходов направлялась на цели национальной обороны. Военная продукция, как известно, является наиболее инфляционной, поскольку увеличивает денежный оборот и спрос, но не приводит к производству потребительских товаров или услуг.

Эти расходы включают весь бюджет министерства обороны целиком плюс расходы на международные операции, исследование космоса и соответствующие технологии, пенсии ветеранам, а также проценты по национальному долгу, связанному с прошлыми войнами. В то время как оборонный сектор забирает все большую часть федерального бюджета, сектора, способные увеличить производительность и расширить производство потребительских товаров и услуг, такие как сельское хозяйство, добыча природных ресурсов, транспорт и связь, развитие человеческого капитала также требуют все больше средств.

Возможности роста производительности наталкиваются на нехватку капитала и инвестиций. Так в сельском хозяйстве, где инвестиции могут демонстрировать высокую производительность, государственные расходы в США в 1973 г. сократились с 7,35 млрд. до 6,89 млрд. долл. Бюджет, связанный с природными ресурсами и окружающей средой снизился почти вдвое – с 4,37 млрд. до 2,45 млрд. долл. Бюджет торговли и транспорта сократился с 11,87 млрд. до 11,55 млрд. долл. Все эти сокращения приводили к снижению производительности и росту цен.

¹⁶¹ Pohlman J. Economics of Wage and Price Controls. – Columbus, Ohio: Grid Inc., 1972. P. 123-135.

Когда потребители покупают товаров больше, чем им нужно, спрос поддерживается на искусственно высоком уровне. Бизнес и промышленность стимулирует такое избыточное потребление для продажи своих товаров по более высоким ценам. Каждая американская семья должна иметь один или несколько автомобилей, набор бытовых приборов, большое число игрушек и даже бассейн позади своего дома. Число автомобилей часто равно числу взрослых членов семьи. Высокие цены на бензин и автомобильный ремонт провоцируют рост транспортных издержек. Вслед за США по этому пути пошли и другие развитые страны.

Экономика массового производства, которая зависит от непрерывного высокого спроса, заставляет дизайнеров проектировать и разрабатывать не ремонтируемые бытовые приборы. Товары, которые не могут быть отремонтированы, должны заменяться новыми, поддерживая потребительские расходы на высоком уровне. Другим источником избыточного потребления и отходов, стимулирующих рост цен и повышенные расходы, стало широкое использование товаров разового потребления, разовые емкости и упаковка. Многие предприниматели получают свои доходы, изобретая и создавая новый изощренный дизайн товаров, но не самого товара, а его упаковки, что не способствует росту производительности.

Реклама поддерживает спрос на искусственно высоком уровне и кроме того снижает его эластичность. Таким образом, большее количество товаров может быть продано по более высоким ценам. При неэластичном спросе на товары для производителей открывается возможность перекладывать любой рост издержек на потребителя через более высокие цены, а также свободно повышать своим занятым заработную плату не опасаясь снижения прибылей. В этой связи реклама превратилась в важную часть производственных издержек, ведущих к росту цен в целом.

В целом нужно отметить, что структурные факторы инфляции являются частью социальной, политической и экономической системы. Изменение влияния этих структурных факторов требует иных и более сложных решений, чем традиционные методы монетарной и финансовой политики.

Структурные факторы в развивающихся странах

В отличие от развитых стран, где инфляция ассоциируется в основном с политикой полной занятости и ответом рынка труда на эту политику, инфляция в развивающихся странах связана с политикой развития и возникающими в связи с этим структурными диспропорциями. Структуралисты утверждают, что эти структурные дисбалансы делают агрегированную модель спроса и предложения неприменимой для объяснения инфляции в развивающихся странах. Они выделяют несколько секторальных ограничений или узких мест, приводящих к секторальным и структурным дисбалансам и росту цен¹⁶².

Выделяются четыре вида таких дисбалансов: 1) аграрные, делающие снабжение сельскохозяйственными товарами неэластичными; 2) ресурсные; 3) валютные; 4) инфраструктурные. Есть, однако, и ряд других важных для развития инфляционных дисбалансов диспропорций.

Аграрные диспропорции. Из-за различных структурных факторов, таких как неэффективная система владения земельными участками и их аренды, технологической отсталости и низкой нормы накопления инвестиций в сельском хозяйстве внутренние поставки продуктов питания отстают от темпов роста спроса

¹⁶² Kirkpatrick C., Parker D. Regulating prices and profits in utility industries in low-income economies: Rate of return, price cap or sliding-scale regulation? // International Journal of Public Sector Management. 2005. No.3. P. 241-255; Streeten P. What Price Food? – N.Y.: St. Martin Press, 1987.

на них в развивающихся странах вследствие роста численности населения и развития процессов урбанизации.

Исключительная зависимость сельского хозяйства от погодных условий приводит к острой нехватке продуктов питания время от времени вследствие засух, широко распространенных наводнений и т.д. В годы дефицита продуктов питания цены на них растут очень быстро, подталкиваемые еще выше спекулятивным накоплением запасов зерновыми трейдерами. Рост цен на зерновые и продукты питания как основную часть расходов семейного бюджета провоцирует и рост других цен. В связи с этим некоторые экономисты рассматривают цены на зерновые и продукты питания на их основе в качестве главного элемента ценовой структуры в развивающихся странах и предлагают анализировать их поведение отдельно¹⁶³.

Ресурсные дисбалансы. Другой вид структурных дисбалансов связан с нехваткой ресурсов для финансирования экономического развития. Большая часть развивающихся стран стремится осуществить индустриализацию с помощью государственного сектора. Это требует больших объемов финансовых средств для финансирования государственных инвестиций в различных отраслях экономики. Например, в Индии огромные объемы государственных ресурсов были использованы для инвестирования в базовые отрасли тяжелой промышленности.

Однако социально-экономические и политические структуры развивающихся стран таковы, что государство не может мобилизовать достаточные ресурсы с помощью налогов, займов у населения и прибылей государственных компаний, необходимые для инвестиций в проекты, связанные с экономическим развитием, а также достаточные объемы сбережений. Доходы, получаемые от налогов, оказываются ограниченными в объемах вследствие низкой налоговой базы, широко распространенного уклонения от налогов и неэффективного налогового администрирования.

В этих условиях под давлением общественности возникает чрезмерная зависимость от дефицитного финансирования (или займов центрального банка), что результируется в резком повышении денежного предложения. Кроме того, возникают ресурсные диспропорции и в частном секторе вследствие недостаточности добровольных сбережений и неразвитости финансового рынка, что приводит к значительным заимствованиям у банковской системы и избыточному банковскому кредитованию.

Все это результируется в значительном росте денежной массы и в конечном итоге росте цен. Таким образом, избыточное денежное предложение выступает фактором развития инфляционной спирали, а структурные диспропорции усиливают инфляционное давление, но не выступают непосредственной причиной инфляции сами по себе.

Валютные диспропорции. Индустриализация в развивающихся странах требует больших объемов импортных инвестиционных товаров, особенно сырьевых и полуфабрикатов, а в некоторых случаях, как в Индии, продовольственного зерна и других потребительских товаров. С 1973 г. из-за периодического быстрого роста нефтяных цен импортные расходы стран-импортеров резко возросли.

Однако вследствие малого объема экспорта, рестриктивной торговой политики и относительного низкого уровня конкурентоспособности экспорта развивающихся стран их экспортные доходы по темпам роста существенно отставали от импорта. Поэтому, как правило, развивающиеся страны постоянно сталкиваются с серьезной нехваткой валютных ресурсов в своем платежном

¹⁶³ Pandit R., Tapsuwan S., Park G., Valuing Environmental Assets on Rural Lifestyle Properties // Agricultural and Resource Economics Review, Northeastern Agricultural and Resource Economics Association. 2013. No.1 (April). P. 1-18.

балансе. Таким образом, на внутреннем рынке наблюдается дефицит товаров, который не может быстро быть удовлетворен за счет импорта, цены на такие товары растут, передавая импульс на другие товарные группы.

В странах Латинской Америки, а также в Индии и Пакистане периодически наблюдалась девальвация валюты с целью улучшения валютных позиций. Однако эта девальвация приводила к росту цен импортных товаров и материалов, что вело к повышению внутренних цен, укреплению национальной валюты и необходимости последующей девальвации.

Инфраструктурные диспропорции. Представители структурной теории инфляции указывают также на другие диспропорции, такие как нехватка инфраструктурных объектов, энергии, транспорта и топлива, которые стоят на пути стабильного экономического роста. Вследствие нехватки ресурсов и иностранной валюты, низкой эффективности и коррупции, несовершенного планирования и его реализации большая часть развивающихся стран сталкивается с инфраструктурными ограничениями, прежде всего, энергетическими и транспортными. Это сдерживает развитие в других секторах, создавая недоиспользование мощностей в экономике, что, в свою очередь, препятствует новым инвестициям в хозяйство этих стран. Поскольку большая часть инфраструктурных проектов находится в сфере государственного сектора и вследствие ресурсных диспропорций, рассмотренных выше, государство оказывается неспособно направлять достаточные объемы ресурсов на развитие инфраструктурных проектов. Как следствие, сдерживается развитие всей экономики. Поэтому даже небольшое увеличение расходов превращается в чрезмерное давление спроса, что генерирует инфляцию.

Кроме того, необходимо отметить, что предприниматели в развивающихся странах не обладают достаточной решимостью к новым инвестициям и инновациям и предпочитают безопасные и традиционные инвестиции. В то же время торговый капитал остается гораздо более мощным, нежели промышленный. Социально непродуктивные частные инвестиции в недвижимость, земельные участки, драгоценные металлы и т.п. отвлекают на себя значительную часть инвестиционных ресурсов. Эта поведенческая модель сдерживает экономический рост и готовит почву для успешного развития инфляционных процессов.

Структуралистская школа в Латинской Америке подчеркивает, что структурные факторы являются главной причиной инфляции в таких странах, как Аргентина, Бразилия и Чили. Согласно этим взглядам по мере развития экономики возникают дисбалансы, которые ведут к структурной инфляции. На начальной стадии растут сельскохозяйственные доходы, сопровождающиеся высокими темпами роста населения, что ведет к росту спроса на товары.

В действительности давление роста численности населения и городских доходов возрастает в процессе цепной реакции: сначала растут цены на сельскохозяйственные товары, затем – общий уровень цен и, наконец, зарплата.

По мере роста спроса на сельскохозяйственные товары внутренние их поставки теряют эластичность и цены на них также растут. Выпуск этих товаров не увеличивается вместе с ростом цен из-за неэластичности их производства вследствие ряда структурных факторов, таких как отсутствие ирригации, финансирования, мощностей хранения, плохого маркетинга и низких урожаев.

Для предотвращения непрерывного роста цен на сельскохозяйственные товары, особенно продовольственные, теоретически может использоваться импорт. Однако в больших объемах это невозможно вследствие валютных ограничений. Более того цены на импортные продукты относительно выше, чем на отечественные. Все это приводит к дальнейшему росту цен во всей экономике.

Когда цены на продовольственные товары растут, население начинает требовать соответствующего повышения заработной платы для компенсации реального падения доходов. Это в свою очередь способствует повышению совокупного спроса на товары и росту цен на них.

Другим фактором структурной инфляции является тот факт, что темпы роста экспорта в странах Латинской Америки находились на низком уровне и были нестабильны, недостаточны для поддержания необходимых темпов роста экономики. Низкие темпы роста экспорта и нехватка иностранной валюты приводили к использованию *политики индустриализации на основе импортозамещения*.

Такая политика вызывала необходимость использования протекционистских мер, которые, в свою очередь, вели к росту цен на промышленные товары, и последующему росту цен. Более того, такая политика вызывала рост издержек в составе цен из-за повышения цен на импортируемые материалы и оборудование, а также вследствие протекционистских мер.

Политика импортозамещения склонна быть инфляционной также вследствие относительной неэффективности новых отраслей в период «обучения». Долговременное ухудшение условий торговли первичными товарами развивающихся стран также ограничивает рост доходов от экспорта, что часто ведет к девальвации национальной валюты.

Характер налоговых систем и бюджетного процесса также усугубляют инфляционные тенденции в развивающихся странах. Налоговая система обладает низкой инфляционной эластичностью, что означает, что во время роста цен реальная стоимость налогов падает. Часто налоги остаются фиксированными или немного повышаются для адаптации к росту цен.

Более того, сбор налогов требует много времени и к моменту их окончательной уплаты налогоплательщиками, их реальная стоимость для казначейства снижается. С другой стороны планируемые расходы по проектам не реализуются строго по графику из-за различных узких мест в поставках необходимых материалов. В результате, когда цены растут, денежная стоимость расходов также растет. Вследствие падения реальной стоимости налоговых сборов и роста денежной стоимости расходов государство вынуждено прибегать к дефициту бюджета и дефицитному финансированию, что приводит к дальнейшему усилению инфляционного давления.

Связь инфляции с региональными дисбалансами внутри стран

Инфляция также связана и с *региональными дисбалансами* и диспропорциями. Так, в Индонезии рост цен был связан не только с волатильностью продуктовых цен, неадекватной инфраструктурой, логистикой и неэффективными цепочками поставок. Региональные экономические дисбалансы делают проблему инфляции более сложной.

Региональная структура Индонезии за последние 10 лет не претерпела существенных изменений. Остров Ява остается главным мотором национального экономического развития страны с долей в ВВП страны на уровне 58%, вслед за которой идет Суматра с показателем на уровне 24%¹⁶⁴. Остальные 18% приходятся на Калимантан, Сулавеси, Малуку, Папуа, Бали и Нуса-Тенгара. Среди городов доля Джакарты составляет 22%, Сурабая и Бандунг – соответственно 6% и 5%. Ява также вносит основной вклад в уровень национальной инфляции. Если посмотреть на провинции, то три провинции на острове Ява – Джакарта, Западная Ява и Бантен – вместе обеспечивают 50% национального уровня инфляции.

¹⁶⁴ Nuryazidi M. Inflation and regional economic imbalance // Opinion News. 2014. June 30.

Экономические диспропорции между регионами стали серьезным препятствием при контроле над инфляцией. Наиболее острой проблемой является неравенство в развитии инфраструктуры. Инфраструктурная сеть вне острова Ява, особенно в восточной Индонезии, остается относительно неразвитой. Без адекватной инфраструктуры, как известно, серьезно возрастают издержки и проблемы доставки товаров потребителям.

Управление инфляцией на обширном архипелаге не может осуществляться прямолинейно. С одной стороны, имея в виду огромную роль Явы в экономике страны, антиинфляционные меры часто концентрируются на Яве с ожиданиями, что если контроль над инфляцией на Яве будет эффективным, национальная инфляция окажется также под контролем. С другой стороны, в процессе экономического роста и повышения роли восточных регионов страны такой подход оказывается недостаточным. В этой связи экономическая интеграция регионов Индонезии рассматривается в качестве важнейшей проблемы не только в контексте повышения равномерности регионального экономического развития и распределения доходов, но и для достижения стабильности цен. Равномерное развитие инфраструктуры будет оказывать позитивное воздействие на каналы дистрибуции товаров и услуг. Эффективная экономическая интеграция также способна серьезно снизить информационную асимметрию, которая повышает издержки экономики.

В рамках экономической интеграции контроль над инфляцией требует координирующих усилий многих стейкхолдеров. Монетарная политика центрального банка и финансовая политика, проводимая центральным правительством, должны дополняться региональной политикой, направленной на стабилизацию цен.

Совместные усилия по контролю над инфляцией между центральным и региональными правительствами в Индонезии реализуются в рамках Regional Inflation Task Force (RITF). Группа состоит из различных стейкхолдеров, занимающихся управлением инфляцией. В нее входят региональные правительства, региональные представительства Банка Индонезии, представители бизнеса и другие институты, связанные с проблемой стабильности инфляции в регионах.

Члены группы проводят регулярные встречи на уровне городов и провинций, а также на общенациональном уровне. Для снижения информационной асимметрии в различных регионах страны и по различным стратегическим рынкам были образованы ценовые информационные советы. После пяти лет существования RITF специалисты подвели некоторые итоги ее деятельности и пришли к выводу о том, что эта группа оправдала свою роль в контроле над инфляцией в регионах, особенно в отношении специфических региональных факторов инфляции. Стейкхолдеры в регионах оказались эффективными в деле анализа локальных проблем инфляции и путей их решения.

В условиях региональных экономических дисбалансов RITF стала в Индонезии мостом между регионами. Регулярные собрания и встречи позволили повысить эффективность межрегиональной координации. Одной из форм такой координации служит перераспределение определенных товаров и услуг из избыточных регионов в пользу тех регионов, где наблюдается их нехватка.

Глобализация как источник структурных проблем инфляции

В 2000-х годах главным источником инфляции стали *сырьевые товары*. Происходившие в этот период интенсивные структурные сдвиги означали, что сырьевые товары перехватили первенство у зарплатной спирали в качестве основного мотора инфляции. В глобализирующейся экономике рынки рабочей силы остаются сегментированными законами об иммиграции, однако все национальные экономики пользуются общим пулом сырьевых материалов. Сырьевые рынки в свою

очередь, представляют собой передаточный механизм инфляции от одной страны к другой. Национальные структурные дисбалансы заменяются глобальными структурными дисбалансами. Национальные монетарные политики становятся беспомощными перед лицом глобальных инфляционных проблем.

В течение большей части послевоенного периода цены на сырьевые материалы росли более медленно, чем на продукцию обрабатывающей промышленности и услуги, отражая отсутствие ценовой силы в энергетике, промышленных минералах и аграрном секторе. Фрагментированные производственные системы характеризовались большим числом малых и средних предприятий с малой ценовой силой и неспособных к стратегическому взгляду на рынки. Цикл подъема и спада высоких цен приводил к перепроизводству продукции, инвестиций, возрастанию запасов и коллапсу цен. Корпоративное управление сосредоточилось на максимизации выпуска, минимизации издержек и совершенствовании технологического процесса. Производители сырьевых материалов рассматривались в качестве ключевых национальных чемпионов, обеспечивающих национальную безопасность во время «холодной войны» и военной конкуренции (каждая страна старалась построить у себя металлургический завод, наладить производство алюминия, создать нефтеперерабатывающие мощности, а также достичь самообеспечения продовольствием). Повсеместные субсидии и тарифы помогали защитить неэффективных производителей и препятствовали промышленной рационализации.

Произошедшие в 2000-х годах изменения в производственной структуре придали сырьевым товарам гораздо большую ценовую силу. Постоянно низкий уровень прибыльности, существовавший в сырьевом секторе, сделал его в конечном итоге неустойчивым. В добывающей промышленности, переработке, металлургии и аграрном секторе стало происходить разрушение акционерной стоимости. Тотальная нехватка новых инвестиций приводила к постоянному сокращению мощностей, несмотря на рост спроса. Правительства ряда стран избрали стратегию консолидации. В Европе произошла консолидация сталелитейной промышленности вокруг ряда панъевропейских производителей. Администрация президента Дж. Буша в 2002 г. в США также потребовала консолидации и рационализации металлургической промышленности. Металлургия и другие, прежде стратегические сектора стали менее специализированными, а государство стимулировала их трансграничную и даже глобальную консолидацию.

Снизилась антитрестовская угроза для бизнеса, захватывающего крупные сегменты рынка по мере появления новых теорий «спорных» рынков. Новые успешные инвестиции, рост выпуска и контроль за ценами со стороны стран ОПЕК, компании «DeBeers» и производителей железной руды стали примером для остального сырьевого сектора. Происходила консолидация горной промышленности и нефтегазового сектора вокруг супер-мейджеров, таких как «BHP Billiton», «Rio Tinto», «CVRD», «Xstrata», «BP-Amoco», «ArcelorMittal». К руководству сырьевыми компаниями пришло новое поколение лидеров, инженерные кадры приобрели финансовые знания в бизнес-школах и сфокусировались на новых проблемах маркетинга, ценообразования и прибыли в большей степени, чем на проблемах роста производства, издержек и технологических изменениях.

Распространение *«ресурсного национализма»* в развивающихся странах повысило ценовую силу сырьевых товаров. Начало этому процессу положила промышленная национализация 1930-х и 1970-х годов (Иран, Саудовская Аравия, Нигерия, Чили, Мексика). Национализированные нефтяные и горные компании оказались лишенными технологического опыта и экспертизы, необходимых для поддержания мощностей и сохранения уровня производства, не говоря уж о его

росте. Многочисленные войны (Ирак, Иран), гражданские конфликты (Судан) и санкции (Иран, Ливия) накладывали ограничения на объемы инвестиций и модернизацию мощностей в основных сырьевых регионах.

Ресурсные страны часто оказывались неспособны согласовать условия доступа к ресурсам с международными нефтяными компаниями и другими сырьевыми мейджерами. Владельцы ресурсов стремились приобретать технологические знания и экспертизу у международных компаний на основе сервисных контрактов. При этом иностранной компании-оператору выплачивалось весьма ограниченное вознаграждение за использование его технологий и опыта добычи, переработки и экспорта сырьевых материалов, а большая часть доходов оставалась у собственника ресурсов, причем возникающие надбавки перекладывались на цены.

Международные компании стремились получить высокую прибыль за высокие риски добычи: доступ к месторождениям за минимальный уровень роялти, выплачиваемый собственнику ресурсов, а также все надбавки за высокие цены. Международные компании старались также получить доступ прежде всего к уже разведанным запасам и разрабатывать месторождения на низкозатратной базе. Собственники же ресурсов хотели получать технологии от международных корпораций по относительно низким ценам. В результате возникла тупиковая ситуация, которая привела к резкому сокращению геологоразведки и добычи полезных ископаемых.

Все эти факторы привели к тому, что в 2000-х годах цены на материалы росли быстрее, чем цены на другие товары и услуги. Произошли решительные сдвиги в балансе ценовой силы различных товаров. Производители сырьевых товаров обнаружили, что их ценовая сила значительно возросла.

Ценовая сила в обрабатывающей промышленности, наоборот, снизилась вследствие развития аутсорсинга, вхождения Китая в глобальную систему обрабатывающей промышленности и снижения тарифных барьеров в торговле. Производители материалов стали получать все большую долю в стоимости конечных товаров, поставляемых потребителям, в то время как компании обрабатывающей промышленности и торговли столкнулись со сжатием объемов прибыли. Как следствие, рыночная капитализация сырьевых компаний начала расти, обрабатывающих отраслей – снижаться. Произошли существенные сдвиги в относительных условиях торговли промышленными и сырьевыми товарами.

В 1945-1990-х годах инфляция была преимущественно национальным феноменом и *нехватка квалифицированной рабочей силы на рынке труда* выступала главным источником и фактором инфляции. Объединенные в профсоюзы работники требовали компенсационного повышения своей заработной платы при любом повышении темпов инфляции, что в свою очередь, давило на издержки, создавая известную спираль «зарплата-цены». Разумеется, инфляция вызывалась и другими причинами (например, расходами американской администрации на ведение Вьетнамской войны, нефтяными шоками 1973-1974 гг. и 1980-1981 гг.). Однако основным действовавшим механизмом оставалась власть профсоюзов, старавшихся повышением заработной платы компенсировать «временный» рост цен.

Центральные банки научились в это время реагировать на рост инфляции повышением процентных ставок для сокращения спроса в экономике, что вызывало повышение безработицы, сокращало давление заработной платы и таким образом разрушало спираль «зарплата-цены». На фоне того, что темпы инфляции в 1970-х годах непрерывно повышались, председатель ФРС Пол Волкер инициировал так называемую Великую дефляцию 1980-1990-х годов, подняв процентные ставки до

15% в 1982 г., что привело к повышению уровня безработицы до 11% к концу года (так называемый садо-монетаризм).

Факторы нехватки рабочей силы и роста заработной платы стали существенно менее значимыми в 1990-е и 2000-е годы. Рейгановской и тэтчеровской администрациям удалось побороть силу профсоюзов (после забастовок федеральных авиадиспетчеров в США в 1981 г. и шахтеров в Великобритании в 1984 г.). Роль профсоюзов продолжала снижаться и в результате структурных сдвигов: сокращения отраслей тяжелой промышленности, в которых были сильны профсоюзы и роста доли сферы услуг, где процессы профессиональной организации несравнимо слабее.

Массовая иммиграция в США, Великобританию и другие страны ЕС ослабила нехватку рабочей силы, причем как квалифицированной (индийские программисты, австралийские врачи), так и неквалифицированной (мексиканские сельскохозяйственные рабочие, польские строительные рабочие). Торговая либерализация, снижение импортных тарифов и устранение нетарифных барьеров стимулировали формирование глобальных цепочек поставок и обрабатывающих систем. Процессы аутсорсинга и офшоринга, перевод операций с низкой добавленной стоимостью в развивающиеся страны помогли компаниям развитых стран контролировать издержки, особенно трудовые, и ослабили переговорные позиции работников обрабатывающей промышленности и сферы услуг.

Интеграция Китая в глобальную экономику добавила огромные производственные мощности и 150 млн. городских работников в систему глобальной обрабатывающей промышленности и мировой рынок рабочей силы, ослабив еще больше переговорные позиции работников в развитых странах. В результате, несмотря на рост темпов инфляции в 2004-2008 гг., рост заработной платы остался неизменным, отражая потерю рабочими развитых стран способности требовать денежной компенсации.

Быстрая индустриализация Китая (особенно с 2004 г.) вызвала взрывной рост спроса на инвестиционные и потребительские товары и вследствие этого – на сырьевые материалы. Возникли транспортные и фрахтовые пробки по мере того, как портовые и транспортные мощности не успевали за ростом международной торговли и потоками сырьевых товаров (особенно железной руды, угля и алюминия).

Новые нефтеперерабатывающие заводы, шахты, железнодорожные системы, мощности по производству сжиженного природного газа использовали огромное количество стали и других материалов, добавляя ценовое давление на сырье. Постепенно росли и другие цены, распространяясь от сырьевых материалов (нефть, медь, железная руда, сталь) на потребительские товары по мере того, как обрабатывающая промышленность старалась приспособиться к росту издержек и переложить их на потребителя для сохранения уровня прибыли. Рекордные экспортные доходы также способствовали повышению инфляции в сырьевых странах, таких как Саудовская Аравия, Австралия и Россия.

Глобализация оказывает влияние также на *процессы деиндустриализации*, которые отражаются на динамике инфляции. Ряд представителей структурализма подчеркивают влияние немонетарных структурных факторов на динамику инфляции в Бразилии в период 1994-2010 гг. и связывает это влияние с деиндустриализацией и приватизацией инфраструктурных отраслей экономики в этот период¹⁶⁵. Принятая в 2000 г. правительством страны Программа макроэкономической стабилизации, состояла из мер финансовой экономии, плавающего обменного курса и режима таргетирования инфляции в монетарной политике. С тех пор таргетирование

¹⁶⁵ De Carvalho A. Structural change, de-industrialization and inflation inertia in Brazil. Department of economics // Department of Economics FEA/USP. Working Paper No.2014-29.

инфляции стала центральной идеей экономической политики и было сравнительно успешным в плане сокращения волатильности цен¹⁶⁶.

Тем не менее в сравнении с историческим трендом инфляции в развитых странах (1-3%), уровень таргетированной инфляции в Бразилии оставался существенно выше (4-5%). Кроме того, он так и не был достигнут за 15 лет проводимой политики (см. табл. 5.1).

Таблица 5.1.

Реализация политики таргетирования инфляции в Бразилии

Год	Таргетированный уровень инфляции, %	Реальный уровень инфляции, %	Темпы роста ВВП
1999	8,0	9,94	3,61
2000	6,0	5,97	4,67
2001	4,0	7,67	4,21
2002	3,5	12,53	3,75
2003	4,0	9,30	3,31
2004	5,5	7,60	3,68
2005	4,5	5,69	3,65
2006	4,5	3,14	3,73
2007	4,5	4,46	3,99
2008	4,5	5,90	3,20
2009	4,5	4,31	4,26
2010	4,5	5,91	4,46
2011	4,5	6,50	3,48
2012	4,5	5,84	3,74
2013	4,5	5,91	4,10
В среднем за период	4,75	6,60	3,85

Источник: De Carvalho A. Structural change, de-industrialization and inflation inertia in Brazil // Department of economics FEA/USP. Working Paper No.2014-29. P. 3.

Среднегодовое отклонение от заданного уровня инфляции составило в среднем за 1999-2013 гг. два процентных пункта. Кроме того, наблюдалась заметная волатильность среднегодовых темпов роста ВВП страны. Эти два фактора свидетельствовали о наличии инфляционной ригидности и роли в этом процессе немонетарных факторов. Во-первых, это повышение темпов роста сферы услуг и ее доли в структуре ВВП страны. В случае Бразилии сдвиг инвестиций в сторону сервисных отраслей в ответ на снижение инвестиционных стимулов в обрабатывающей промышленности носил односторонний характер без возможностей реверса таких инвестиций, так называемый эффект «lock-in». Кроме того для сферы услуг был характерен более низкий уровень производительности по сравнению с обрабатывающей промышленностью¹⁶⁷. Во-вторых, существенную роль играл сектор регулируемых государством цен, общественных услуг, где цены изменяются независимо от соотношения между текущим спросом и предложением¹⁶⁸.

¹⁶⁶ Catao L. Monetary Transmission in an Emerging Targeted: The case of Brazil // IMF Working Paper. 2008. No.08/191.

¹⁶⁷ Aldrichi D., Colistete R. Industrial Growth and Structural Change: Brazil in a Long-Run Perspective // Department of Economics FEA/USP. Working paper No.2013-10.

¹⁶⁸ К регулируемым государством ценам в Бразилии относятся: на федеральном уровне – продукты нефтепереработки, электроэнергетические тарифы, тарифы на телефонную и почтовую связь, минимальная заработная плата; на местном уровне – тарифы на водоснабжение и канализацию, общественный транспорт, налоги на недвижимость.

Что касается межсекторальных структурных сдвигов, то здесь можно выделить два взаимосвязанных между собой канала передачи инфляционного давления на экономику: 1) продолжение дальнейшей деиндустриализации, что становится преградой на пути роста производительности и 2) ослабление в среднесрочной и долгосрочной перспективе мотора экономического роста через импортозамещение. Обрабатывающая промышленность сталкивается с возрастающими шоками, поскольку увеличение производительности оказывается недостаточным для компенсации роста трудовых издержек, в то время как рентабельность производства сокращается вследствие повышения валютного курса.

Кроме того, те силы, которые ведут к сокращению сектора обрабатывающей промышленности, оставляют сектор производства неторгуемых товаров относительно открытым для коррекции цен в сторону повышения. Рост трудовых издержек ухудшает ситуацию в обрабатывающей промышленности в результате повышения стоимости национальной валюты. В период между 2000-2009 гг. единичные трудовые издержки в Бразилии (в долл. за отработанный рабочий день) выросли с 3,6 долл. до 6,8 долл., что составляет рост в 90%¹⁶⁹.

Если цены на товары обрабатывающей промышленности имеют тенденцию к повышению перед лицом растущего уровня доходов, расходы домохозяйств направляются в сторону неторгуемых услуг. Когда это происходит, спрос на рабочую силу сдвигается в сторону трудоемких секторов сферы услуг, для которых характерна более низкая производительность. Последнее означает более высокие издержки и, имея ввиду реакцию легального рынка труда, возникает повышенная склонность передачи более высоких издержек на цены. Более того существование скрытой безработицы накладывает ограничения на возможности создания новых рабочих мест. А это, в свою очередь, означает более низкую производительность, по крайней мере, в сравнении с промышленным сектором.

Что касается регулируемых государством цен, то процесс приватизации государственных компаний в этой сфере в Бразилии внес изменения в стратегическое поведение частных компаний, которые получили право эксплуатировать потенциал коммунальных общественных отраслей и услуг. Такие компании озаботились получением будущих прибылей через рост цен с целью финансирования инвестиций в расширение будущих мощностей. С учетом монополистического характера рынка таких товаров и услуг низкая ценовая эластичность спроса и регулирующие меры подпитывали такое поведение цен. Статистические данные свидетельствуют, что динамика большей части регулируемых цен в Бразилии опережала темпы общей инфляции в стране. Так, если в целом за 1994-2013 гг. цены в стране выросли на 345%, то авиабилеты – на 1001%, цены на газ – на 933%, телефонные тарифы – на 695% и т.д.¹⁷⁰

Таким образом, опыт Бразилии последних 15-20 лет свидетельствует о том, что структуралистская интерпретация инфляции не только оказалась чрезвычайно плодотворной, но и может быть распространена и на ряд других стран и процессов. Этот опыт представляет собой альтернативный взгляд на относительную ригидность поведения цен, вовлекая в анализ более широкий круг факторов по сравнению с монетарными интерпретациями этих явлений.

Прочие структурные факторы инфляции

В ряде развивающихся стран в условиях неразвитой институциональной среды представители частного бизнеса не обладают достаточно сильной предпринимательской, рискованной и инновационной активностью и предпочитают

¹⁶⁹ De Carvalho A. Op. cit. P. 13.

¹⁷⁰ De Carvalho A. Op. cit. P. 14.

осуществлять традиционные и безопасные инвестиции. Кроме того, в таких странах торговый капитал, как правило, сильнее промышленного. Социально непроизводительные частные инвестиции в земельную недвижимость, драгоценные металлы и пр. отвлекают значительную часть ресурсов от производственных инвестиций. Эта поведенческая модель сдерживает экономический рост и готовит почву для инфляционных процессов.

Кроме того, в ряде исследований подчеркивается связь инфляции с отраслевыми различиями в темпах роста производительности. Так, страны с большими различиями в темпах роста производительности в торгуемых и неторгуемых отраслях экономики при прочих равных условиях отличаются более высокими темпами инфляции по сравнению со странами, где такие различия меньше выражены. Это было, например, характерно для новых членов Европейского Союза в недавнем прошлом¹⁷¹.

Помимо различий в темпах производительности на инфляцию в странах с развивающейся рыночной экономикой могут оказывать влияние и другие структурные факторы, такие как относительный размер неформального сектора, характер формирования заработной платы в государственном и частном секторах, различия в уровнях заработной платы в городах и сельской местности. Более полный статистический охват неформального сектора способен повышать показатели выпуска, занятости и фонда заработной платы без соответствующего повышения показателей инфляции. И, наоборот, с расширением неформального сектора экономики (например, во время кризисов) инфляция остается стабильной, несмотря на падение официальной занятости и заработной платы.

Сдвиги в спросе на рабочую силу в государственном секторе экономики и мягкая политика в сфере заработной платы может иметь демонстрационный эффект для частного сектора, подталкивая вверх уровень заработной платы во всей экономике. Более высокий уровень заработной платы среди городского населения – типичное явление для развивающихся стран, что подталкивает сельское население к миграции в города в поисках работы. Некоторые эксперты полагают, что такая миграция способна оказывать понижающее давление на заработную плату и, следовательно, на инфляцию. Однако эффект перегруженности городов может оказаться таким значительным, что может приводить к росту цен в таких неторгуемых секторах, как транспорт, коммунальное хозяйство, аренда недвижимости и, в конечном итоге, к повышению инфляции во всей экономике¹⁷².

¹⁷¹ Dubravko M., Saxena S. Wages, productivity and “structural” inflation in emerging market economies // BIS Papers. 2010. No.49.

¹⁷² Ibid. P. 12.

Глава 5. Современные ценовые тренды на мировых товарных рынках

Мировые цены¹⁷³ базируются на интернациональной стоимости товара, величина которой определяется средним количеством труда, необходимого для его производства. При формировании мировой цены происходит своеобразное усреднение национальных затрат труда. На ход такого усреднения оказывают влияние различные политические и экономические факторы, в том числе и уровень инфляции в странах-лидерах международной торговли.

Процесс усреднения национальных цен при формировании мировой цены имеет важную особенность: средняя интернациональная стоимость складывается из средневзвешенных затрат труда отдельных стран. Вследствие этой особенности доля конкретной страны на мировом рынке фактически говорит о степени воздействия этой страны на формирование интернациональной стоимости (интернациональных издержек производства) – чем выше доля, тем заметнее степень влияния. Мировые цены, будучи производной величиной от национальных цен стран-участниц международной торговли, отражают, таким образом, как развитость определенных секторов и сегментов экономик различных стран, так и соотношение сил на мировых товарных рынках.

Цены мировых товарных рынков: определяющие факторы

Под мировой ценой обычно понимается цена, по которой совершаются крупные коммерческие сделки, представляющие собой не связанные друг с другом отдельные экспортные и импортные операции. Такая цена не может быть ценой случайной разовой сделки, а являет собой результат совершения регулярных коммерческих операций на важнейших мировых рынках. В свою очередь, эти рынки должны быть открытыми, не защищаемыми высокими таможенными пошлинами или другими торговыми барьерами. К важным критериям мировой цены относят также то, что платежи по экспортным или импортным операциям производятся в свободно оборотимой (конвертируемой) валюте.

Мировые цены складываются под влиянием целой группы экономических факторов. Среди них – соотношение спроса и предложения на конкретный товар, затраты живого и овеществленного труда на производство товара, норма прибыли в стране-производителе, расходы по транспортировке и страхованию товара, условия платежа за товар (наличными или в кредит), а также курсы валют, в которых совершается сделка.

В основе традиционного подхода к анализу факторов, определяющих векторы изменения мировых цен, лежит тезис о том, что они, как правило, связаны с фазами экономического цикла: в период подъема цены повышаются (спрос превышает предложение), в период депрессии или спада – падают (предложение превышает спрос). Между тем в ходе глобального кризиса 2007-2009 гг. цены на сырьевые товары вначале стремительно выросли, а затем столь же стремительно снизились в течение нескольких месяцев. Величина и скорость падения цен не имели прецедентов за весь период, прошедший после окончания Второй мировой войны. Очевидно, что спрос и предложение за этот короткий промежуток времени не могли измениться кардинально. Из этого вытекает, что тезис о тесной связи динамики

¹⁷³ Рассматриваются мировые цены на так называемые базовые товары (англ. – commodities), динамика которых на регулярной основе отслеживается международными экономическими организациями. К таким товарам относятся продовольственные товары, сельскохозяйственное и минеральное сырье. При определении мировых цен на сырье основную роль играют цены, устанавливаемые его главными экспортерами.

мировых цен с циклическими фазами в экономике отнюдь не универсален и нуждается в уточнении с учетом заметно усилившейся в текущем столетии тенденции финансиализации мировой экономики.

Результат финансиализации – «резкое усложнение причинно-следственных связей, формирующих мировые цены на сырье. Кроме обычных фундаментальных факторов (запасы, спрос, производство, технологии, геополитические риски, цикличность) одновременно действуют финансовые факторы (инфляция, валютные курсы, спрос и предложение на финансовых рынках, их корреляция, микроструктура и т.п.)»¹⁷⁴.

Финансиализация затронула прежде всего мировые товарно-сырьевые рынки, на которых реализация товаров производится преимущественно через биржи, в первую очередь рынок нефти. В текущем столетии биржевая торговля интенсивно развивалась, росли ее масштабы, менялась техника операций. Появление форвардных контрактов, не полностью обеспеченных товарными запасами продавца, ознаменовало конец этапа биржевой торговли исключительно реальным товаром и переход к массовой торговле товаром «бумажным». Широко используемые ныне биржами фьючерсы и опционы по сути выступают в роли стандартизированных обязательств по продаже обезличенного виртуального товара, вторичных финансовых инструментов (деривативов), лишь косвенно связанных с самим товарным рынком. Сроки этих обязательств достаточно длительны – 24-36 месяцев, в ряде случаев они достигают 7 лет, что дает возможность их многократной перепродажи. Унифицированная форма деривативов делает их высоколиквидными инструментами, привлекающими на биржевые площадки новых игроков, – банки, страховые компании, пенсионные, паевые и суверенные фонды, располагающие внушительными финансовыми ресурсами.

За последние полтора десятка лет биржевые сделки с «бумажным» товаром стали преобладающими, заметно потеснив контракты на поставки реального товара. Так, на *New York Mercantile Exchange (NYMEX)* на сделки с реальным товаром приходится всего 5-7% их общего количества, а в операциях с сырой нефтью – только 2%¹⁷⁵. Фьючерсы и опционы рассматриваются финансовыми игроками как способ краткосрочного выгодного вложения капитала, как чисто финансовые документы, которые через короткое время могут быть проданы по более высокой цене. В этом качестве они фактически являются финансовыми активами, не имеющими пределов роста и способствующими возникновению финансовых «пузырей».

В результате усилившейся финансиализации товарно-сырьевые рынки ныне приобрели двойственную товарно-финансовую природу, превратившись в тесно связанные с финансовыми рынками площадки, удобные для крупных направленных спекуляций. Поскольку цены на рынках базовых товаров в значительной мере зависят от финансовых манипуляций, они все меньше отражают соотношение спроса и предложения, их движению присущи частые и разнонаправленные колебания (волатильность). Финансиализация биржевой торговли стала существенным ценообразующим фактором на мировых рынках сырья.

На динамике мировых цен обычно сказывается и еще один экономический фактор – развитие научно-технического прогресса. Использование его результатов ведет к повышению качественных характеристик товара и изменению соотношения цена/качество: качество повышается при относительном, а затем и абсолютном снижении цены.

¹⁷⁴ 1971-2025: курсы валют, мировые цены на сырье, курсы акций. По ред. Я.М. Миркина. С. 11

¹⁷⁵ Спартак А.Н. Метаморфозы мировых товарных рынков // Российский внешнеэкономический вестник. 2011. №8. С. 8.

В процессах ценообразования на мировых рынках определенную роль играют условия конкурентной среды. Свобода конкуренции, значительное число участников международной торговли в принципе создают предпосылки для снижения контрактных цен: стремление каждого экспортера продать свой товар в условиях сильной конкуренции обычно ведет к снижению цены продавца, что часто наблюдается на рынках массовых товаров. Но при этом конкурентная борьба дает импульс концентрации как спроса, так и предложения. Складывается, таким образом, олигополистический рынок, на котором главную роль в качестве и продавцов, и покупателей играют крупные корпорации. Эти главные игроки имеют возможность использовать методы, которые ведут к так называемому искажению рынка: продажу товаров по очень низким ценам (демпинг) для захвата рынка, получение государственных субсидий для осуществления производства и экспорта, координацию своего выхода на рынок с другими крупными игроками с целью установления контроля над ценами.

Динамика и векторы мировых цен зависят также от так называемых внециклических факторов, вызывающих сокращение предложения отдельных товаров и увеличение спроса на другие. В их числе природно-климатические и технологические явления – неурожай, стихийные бедствия, техногенные катастрофы и т.д. Наконец, на цены воздействуют и изменения военно-политической обстановки в тех или иных регионах планеты, играющих заметную роль в производстве определенных товаров: вооруженные конфликты, государственные перевороты, полные или частичные ограничения на торговлю и финансовые операции с отдельными странами.

Современные тенденции в движении мировых цен

В изменениях мировых цен на протяжении нескольких последних десятилетий проявлялась определенная закономерность: изменение цен на сырьевые товары и готовую промышленную продукцию происходило не синхронно, диапазоны их изменений были различны. В периоды подъема сырьевые товары дорожали медленнее готовых изделий, а в периоды спада снижались быстрее и значительнее, чем цены на готовые изделия. Наиболее важная причина такого расхождения в динамике цен – постепенное уменьшение энергоемкости и материалоемкости производства в обрабатывающей промышленности. Важным фактором выступало также наращивание производства синтетических видов сырья. И то, и другое снижало спрос на натуральные его виды. Наряду с этим сказывалось влияние еще одного обстоятельства – увеличения развивающимися странами в 1970-1980-е годы производства и экспорта сырья, доходы от которого они направляли на цели экономического развития.

Торможение спроса и рост предложения, естественно, отражались на ценах. По оценке ЮНКТАД, реальные цены на сырьевые товары за период 1960-2005 гг. снизились примерно вдвое. В начале нового столетия в мировой экономике начался так называемый «сырьевой бум»: с 2002 г. номинальные цены на заметную часть необработанных товаров начали расти и к началу 2008 г. достигли высокого уровня, увеличившись, по расчетам МВФ, в четыре раза. В ходе глобального кризиса произошло резкое снижение мировых цен, однако в его результате они оказались все же выше среднего уровня 2002-2008 гг.¹⁷⁶

В посткризисный период в условиях восстановительного роста мировые цены вновь начали расти и по большинству базовых товаров превысили пиковые уровни 2008 г., однако вслед за этим последовало их новое постепенное снижение. В 2015 г.

¹⁷⁶ Дюмулен И.И. Международная торговля. Экономика, политика, практика. – М.: ВАВТ, 2015. С. 136, 141.

цены на нефть и металлы, за исключением цинка, опустились ниже уровня 2008 г., а на отдельные продовольственные товары (сахар, говядина, кофе, чай) и сельскохозяйственное сырье все еще оставались выше его. Наибольшее падение испытали цены на нефть, никель и каучук, наименьшее – на говядину, джут и табак. В 2016 г. на некоторые товары цены увеличивались, на другие – падали, но в своем большинстве оставались ниже уровня 2010 г. (см. табл. 5.1).

Таблица 5.1.

Мировые цены на некоторые базовые товары*

Товары	1990	2000	2008	2010	2015	2016	2016 к 2010, %
Пшеница	136,8	119,2	343,2	243,1	232,4	196,5	80,8
Сахар	12,6	8,2	12,8	21,3	13,4	18,1	85,0
Говядина	115,4	87,8	121,2	152,6	200,5	178,2	116,8
Кофе, центов за фунт	96,5	102,6	145,9	223,8	149,9	155,5	69,5
Чай, центов за кг	191,4	198,1	269,5	310,8	340,4	287,4	92,5
Соевое масло	447,4	338,1	1258,3	1004,7	756,5	808,8	80,5
Пальмовое масло	289,8	310,3	948,6	900,8	622,5	700,2	77,7
Табак	3397,1	2988,1	3588,7	4313,4	4905,7	4793,3	111,1
Хлопок, центов за фунт	83,8	65,5	72,8	102,8	74,8	77,5	75,4
Шерсть	6515,9	7335,4	9682,1	10232,3	10057,5	11121,7	108,7
Джут	408,6	278,8	467,5	864,2	732,5	784,2	90,7
Каучук	869,2	726,5	2707,9	3577,5	1609,9	1532,8	42,8
Алюминий	1639,5	1549,2	2572,4	2172,7	1662,9	1593,2	73,3
Медь	2660,8	1813,1	6955,0	7535,0	5501,6	4861,2	64,5
Никель	8864,1	8637,7	21103,6	21803,6	11831,2	9594,3	44,0
Цинк	1518,9	1128,1	1874,7	2160,3	1932,1	2090,3	96,8
Олово	6235,0	5432,8	18498,9	20396,1	16075,6	17583,6	86,2
Золото, долл. за тройскую унцию	383,5	279,0	871,7	1227,3	1160,1	1248,3	102,7
Сырая нефть, Брент, долл. за баррель	23,7	28,3	97,7	79,6	52,4	44,0	55,3

* – долларов за тонну, если не указано иное; данные округлены.

Источник: Free market commodity price, annual, 1960-2016 – UNCTADSTAT – официальный сайт ЮНКТАД (<http://www.unctad.org>).

Несмотря на понижающую тенденцию последних лет, связанную с торможением мировой экономики и сжатием глобального спроса, номинальные цены по всем укрупненным группам базовых товаров все еще в полтора-два раза превышают уровни начала века (см. табл. 5.2).

Таблица 5.2.

Индексы мировых цен на базовые товары, 2000 г.=100

Группы товаров	1990	2008	2010	2015	2016
Все базовые товары*	124	256	256	202	200
Продовольственные товары и тропические напитки	124	228	228	204	205
Сельскохозяйственное сырье	128	198	226	161	157
Минеральное сырье, руды и металлы**	127	332	327	218	205
Сырая нефть	78	344	280	180	152
Справочно: стоимость единицы продукции обрабатывающей промышленности***	100	139	136	134	131

* – в текущих ценах; ** – исключая сырую нефть; *** – в развитых странах.

Источник: Free market commodity price index, annual, 1960-2016 – UNCTADSTAT – официальный сайт ЮНКТАД (<http://www.unctad.org>); расчеты автора.

Подсчеты с использованием данных ЮНКТАД показывают, что в течение 2012-2015 гг. продовольствие потеряло в цене 25%, сельскохозяйственное сырье и металлы – по 42%. Сверхглубокое падение испытали цены на нефть: в январе 2016 г. их уровень оказался в 3,5 раза ниже, чем в середине 2014 г.

В 2017 г. понижительная ценовая тенденция на мировых рынках уступила место повышательной. По сравнению с 2016 г. выросли цены на большинство товаров, но цены на сахар, кофе, табак и джут продолжали падать (см. табл. 5.3).

Таблица 5.3.

Мировые цены на некоторые базовые товары в январе-ноябре 2017 г.*

Товары	Январь	Апрель	Июль	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Ноябрь 2017 к 2016 в целом, %
Пшеница	203	191	233	215	214	221	112,2
Сахар	20	16	15	14	14	15	83,3
Говядина	177	193	207	189	190	191	107,3
Кофе, центов за фунт	166	156	155	154	145	146	93,6
Чай, центов за кг	369	362	373	377	386	378	131,7
Соевое масло	872	790	834	882	867	881	109,0
Пальмовое масло	809	686	663	724	721	716	102,3
Табак	4963	4787	4564	4446	4544	4544	94,8
Хлопок	83	87	84	81	79	80	102,6
Шерсть	12900	14050	12675	11894	13010	13779	123,9
Джут	660	690	640	660	670	670	85,5
Каучук	2306	1822	1702	1797	1654	1649	107,6
Алюминий	1790	1931	1903	2100	2130	2101	131,9
Медь	5753	5700	5980	6591	6797	6828	140,5
Никель	9981	9655	9479	11230	11320	11990	125,0
Цинк	2713	2633	2785	3119	3274	3236	154,8
Олово	20741	19982	20261	20843	20459	19567	111,3
Золото, долл. за тройскую унцию	1193	1266	1236	1315	1280	1282	102,7
Сырая нефть Brent, долл. за баррель	55	53	49	55	58	63	114,5

* – долларов за тонну, если не указано иное; данные округлены.

Источник: Free market commodity price, monthly, January 1960 – November 2017 – UNCTADSTAT – официальный сайт ЮНКТАД (<http://www.unctad.org>); расчеты автора.

Не секрет, что стоимость нефти оказывает прямое воздействие на цены природного газа, удобрений, металлов и сельскохозяйственной продукции. Поэтому важно отдельно выделить главные причины обвала нефтяных цен во второй половине 2014 г. Он, если суммировать мнения значительного числа экспертов, стал результатом действия нескольких ключевых факторов: более высокими, чем ожидалось, оказались объемы поставок и более низким, чем прогнозировалось, спрос; успешно разрешились некоторые геополитические конфликты на Ближнем Востоке; поменялись приоритеты в политике ОПЕК; укрепился американский доллар.

Хотя выделить степень влияния каждого фактора на падение нефтяных цен невозможно, представляется, что главную роль в этом процессе сыграло быстрое и неожиданное увеличение объемов поставок.

Основной вклад в рост мировых поставок нефти внесла «сланцевая революция» в США. За 2011-2014 гг. производство сланцевой нефти в этой стране выросло на 4 млн. барр. в сутки, при этом рост добычи постоянно ускорялся (за один 2014 г. прирост составил 1,5 млн. барр. в сутки) и превышал прогнозы. С учетом нефти из канадских битуминозных песков и биотоплива поставки нетрадиционной нефти на мировой рынок в указанные годы составили 6 млн. барр. в сутки. Мировой же спрос на нефть в указанные годы, напротив, регулярно оказывался ниже прогнозов вследствие низких темпов роста мировой экономики.

Отличие нынешнего падения нефтяных цен от прежних их обвалов состоит в том, что в нем определенную роль играл еще и валютный фактор. После сворачивания ФРС США политики «количественного смягчения» курс американского доллара по отношению к 10 главным мировым валютам за 2014 г. – март 2015 г. вырос на 15%, что не имело прецедентов в последние 40 лет¹⁷⁷. По оценке Всемирного банка, при 10-процентном удорожании доллара происходит падение нефтяных цен на 3-10%¹⁷⁸. Это можно объяснить тем, что укрепление американской валюты усиливает доверие к ней со стороны инвесторов, которые начинают активнее «вкладываться» в доллар, и снижает для них стимулы к использованию нефти в качестве финансового актива.

Снижение цен на базовые товары поставило под вопрос перспективы роста как развивающихся стран-экспортеров сырья, так и развитых экономик. Первые столкнулись с налогово-бюджетными затруднениями, вызванными истощением притока нефтедолларов и снижением экспортной выручки в целом. Треть крупных стран-экспортеров сырья оказались в рецессии. В развитых странах в связи со снижением издержек в промышленном секторе усугубились дефляционные ожидания, чреватые торможением экономического роста.

В условиях падения глобального спроса и мировых цен страны-экспортеры сырья и продовольствия в целях поддержания финансовой стабильности были вынуждены периодически девальвировать национальные валюты. Так, в течение 2015 г. аргентинское песо подешевело по отношению к доллару на 3,6%, бразильский реал – на 33,6%, южноафриканский рэнд – на 26,2%, турецкая лира – на 21,4%, а российский рубль в 2014 г. – на 50%¹⁷⁹. Но эта волна девальваций лишь усугубляет ситуацию, стимулируя экспорт из этих стран и, следовательно, поддержание или даже рост объемов предложения на мировых рынках.

Сжатие глобального спроса в течение последних лет сопровождается замедлением роста объема международной торговли, которая до глобального кризиса выступала драйвером экономического роста. Начиная с 2012 г. она в реальном выражении прирастает ежегодно чуть больше чем на 3%, увеличиваясь в два раза медленнее, чем в предыдущие 30 лет. Рост импорта, несмотря на удешевление базовых товаров, замедлился в 143 странах. Возник своего рода заколдованный круг: падение цен сдерживает экспорт – сокращающийся экспорт ограничивает возможности импорта – уменьшение объемов экспорта и импорта снижает темпы роста – падающие темпы сжимают спрос. Для того чтобы разомкнуть этот круг, национальным правительствам потребуется, видимо, прибегать к мерам, направленным на стимулирование спроса.

¹⁷⁷ К. Поуз. Война валютных девальваций // Мир перемен. 2016. №3. С. 103.

¹⁷⁸ Global Economic Prospects. – World Bank, January 2015. P. 161.

¹⁷⁹ К. Поуз. Указ соч. С. 102.

Возможные изменения мировых цен в перспективе

Серьезное снижение мировых цен на продовольствие, сырье и энергоресурсы за последние три года дало повод многим экспертам оценить сложившуюся ситуацию как конец «сырьевого бума». Скорее всего, это на самом деле так. Вместе с тем ухудшение конъюнктуры на мировых товарных рынках, как представляется, стало подтверждением обоснованности выдвинутой в период глобального кризиса гипотезы о «новой нормальности»¹⁸⁰, в соответствии с которой для мировой экономики в посткризисный период станут характерны замедление темпов роста по сравнению с предыдущим десятилетием, повышение безработицы, обострение долговых проблем, усиление неопределенности на мировых рынках, продолжение изменения расстановки сил в пользу развивающихся стран.

В настоящее время конъюнктура мировых рынков продовольственных и сырьевых товаров характеризуется негативной динамикой. Становится все более очевидным, что глобальные рынки вошли в затяжную фазу пониженных цен. Только за 2015 г. уровень цен на энергетические товары снизился против 2014 г. на 45% и на неэнергетические – на 15%. В декабре 2015 г. индексы цен на промышленное сырье и топливо были на порядок ниже по сравнению с пиковыми значениями 2011 г.: по топливной группе – на $\frac{2}{3}$ и по группе металлического сырья – на $\frac{1}{2}$. По группе товаров аграрно-продовольственного комплекса падение цен было также существенным – около $\frac{1}{3}$, что частично явилось следствием хороших урожаев в двух последних сезонах и ростом товарных запасов.

После существенного падения в 2015 г. цены на основные топливно-сырьевые и продовольственные товары на мировом рынке в 2016 г. вновь демонстрировали отрицательную динамику. Так, цены на энергетические товары снизились в годовом исчислении на 45%, на черные и цветные металлы – на 37%, удобрения – на 25%, зерновые – на 18%. В дальнейшем цены, за исключением цен на удобрения и драгоценные металлы, будут, по мнению экспертов, иметь слабо выраженную тенденцию к повышению. В результате в 2020 г. при условии отсутствия резкого обострения геополитических конфликтов цены ни по одной из товарных групп не достигнут уровня 2014 г., а в 2025 г. за этот уровень могут выйти только базовые цветные металлы (см. табл. 5.4).

Таблица 5.4.

Прогноз мировых цен на укрупненные группы товаров, индексы номинальных цен в долл. США (2010=100)

Товары	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2025
Энергетические товары	118,3	55,0	68,0	70,8	73,8	74,9	81,6
Неэнергетические товары	97,0	80,3	84,3	84,8	85,5	86,6	92,3
в том числе:							
Продукция агропродовольственного и лесного комплекса	102,7	89,1	88,5	89,6	90,7	91,8	97,9
Продовольствие	107,4	92,3	92,2	93,3	94,4	95,5	101,5
Зерновые	103,9	82,0	81,8	83,4	85,0	86,6	95,3
Удобрения	100,5	75,3	72,2	72,1	74,1	76,2	87,8
Базовые цветные металлы	89,0	68,3	83,8	85,2	86,0	86,8	91,3
Драгоценные металлы	101,1	97,5	97,3	96,5	95,7	95,0	91,3

Источник: World Bank. Commodity Markets Outlook. October 2017. P. 25 (<http://www.worldbank.org>).

¹⁸⁰ Афонцев С.А. Мировая экономика в поисках новой модели роста. В кн.: Глобальная перестройка / Отв. ред. А.А. Дынкин и Н.И. Иванова. – М.: Весь мир, 2014. С. 17-18.

Многие эксперты сходятся в том, что в ближайшей и более отдаленной перспективе сохранится действие основных факторов, определявших векторы и динамику цен на мировых рынках сырья и продовольствия в предыдущие годы. В частности, замедление экономической динамики в мире, в том числе в крупных развивающихся странах, не сулит быстрого преодоления периода вялого спроса на сырьевые, инвестиционные и потребительские товары. Особую озабоченность экспертов вызывает торможение китайской экономики, выступавшей в последние годы одним из главных потребителей важнейших видов промышленных и сельскохозяйственных товаров. Вместе с тем, стабилизация на мировом нефтяном рынке в результате реализации сделки ОПЕК+ будет оказывать стимулирующее влияние на другие товарные рынки.

В ближайшие три-четыре года сохранится заметное влияние на конъюнктуру мировых рынков подорожавшего доллара США, сдерживающего рост цен товаров, номинированных в этой валюте, – энергоносителей, металлов, зерновых. Окончание программы «количественного смягчения» в США, а также геополитические риски, связанные с конфликтами на Ближнем Востоке и Украине, стимулируют приток капиталов в США, что повышает вероятность дальнейшего укрепления курса доллара к другим мировым валютам.

Проблемы регулирования мировых цен и обеспечения финансовой стабильности

Усилившееся переплетение товарных и финансовых рынков привело к тому, что периодические потрясения на финансовых рынках обуславливают отток с них «горячих денег» на рынки базовых товаров, а ухудшение ценовой конъюнктуры на товарных рынках влечет за собой уход финансовых ресурсов на рынки капитала. Многократный рост биржевой торговли товарами остро ставит проблему контроля над финансовыми спекуляциями в процессах ее осуществления. В этих условиях политики и эксперты все чаще обращают внимание на необходимость выработки мер, которые обеспечили бы скоординированное и взаимоувязанное международное регулирование тех и других рынков.

До настоящего времени регулятивное воздействие на них осуществлялось обособленно. В последней трети XX века, когда развивающиеся страны ускоренными темпами наращивали экспорт сырья и продовольствия, для достижения равновесия между спросом и предложением на рынках сырья и продовольствия под эгидой ЮНКТАД разрабатывались и вводились в действие международные товарные соглашения. В рамках этих соглашений государства-участники (экспортеры и импортеры) координировали и согласовывали предельные объемы поставок того или иного товара. Была принята Интегрированная программа для сырьевых товаров, главная цель которой состояла в обеспечении стабильных и равноправных условий торговли минеральным и сельскохозяйственным сырьем, а также продовольственными товарами (всего 19 товаров). Для реализации этой программы был создан Общий фонд сырьевых товаров, который использовался для финансирования проектов развития производства и расширения потребления данных товаров, стабилизации цен на них путем создания буферных запасов и осуществления интервенций из них, квотирования экспорта, предотвращения объединенных акций стран-экспортеров, направленных на повышение цен, и ряда других мер.

По мере усиления процессов глобализации и возрастания роли ТНК в качестве ведущих поставщиков сырья и продовольствия роль международных товарных соглашений в регулировании товарных рынков заметно снизилась. Из текстов этих соглашений исчезли статьи, предусматривающие какое-либо

вмешательство в действие рыночных механизмов формирования спроса и предложения, а также мировых цен как противоречащие принципам, нормам и правилам многосторонней торговой системы (ГАТТ/ВТО). По существу участники международной торговли признали, что в современных постоянно меняющихся условиях регулирование рынков прежними методами стало невозможным.

Тем не менее осуществление мер, направленных на регулирование рынков, продолжается до сих пор. Более полувека назад была создана Организация стран-экспортеров нефти (ОПЕК), одна из важнейших целей которой состояла в использовании необходимых средств и способов обеспечения стабильности цен на рынке нефти. За прошедший с того времени период этот рынок пережил уже четыре обрушения цен, включая нынешний, в ходе которого цены падали более чем на 40%. Эти случаи серьезного ухудшения конъюнктуры были связаны с различными экономическими и политическими причинами и имели разную продолжительность¹⁸¹. Падению цен в 1985-1986 гг. предшествовало заметное увеличение производства нефти и изменение стратегии ОПЕК, снижение цен в 1990-1991 гг. было вызвано первой войной в Персидском заливе и распродажей нефти из стратегических запасов западных стран, резкий взлет и стремительный обвал цен в 2008 г., как отмечалось выше, произошел в разгар мирового финансового кризиса, затронувшего все мировые товарные рынки. Обвалы цен 1990-1991 гг. и 2008 г. завершились сравнительно быстрым восстановлением цен до предшествующего уровня. За их обрушением в середине 1980-х годов последовал длительный период низких нефтяных цен, что было связано с наличием значительных свободных добывающих мощностей в странах ОПЕК, увеличившихся излишков нефти в странах бывшего СССР и возросшей энергоэффективностью в национальных хозяйствах.

Текущий обвал напоминает ситуацию 1985-1986 гг. Тридцатью годами ранее падение цен произошло после периода высоких цен и стало результатом увеличения поставок из стран, не входящих в ОПЕК. Картель отреагировал на увеличение предложения изменением своей политики: отказался от поддержки цен в пользу сохранения своей доли рынка.

То же самое происходило и в 2014 г. – начались поставки сланцевой нефти из США, нефти из битуминозных песков из Канады, вырос экспорт биотоплива. Картель повел себя тем же самым образом. В ноябре 2014 г. на фоне нефтяного «бума» в США членам ОПЕК не удалось договориться о механизме поддержания нефтяных цен, после чего члены организации стали видеть своей главной целью удержание доли мирового рынка, несмотря на то, что это противоречило интересам ряда ее участников. Отказавшись от сокращения уровня добычи, ОПЕК надеялась на то, что низкие цены на нефть приведут к ускорению развития мировой экономики и, следовательно, росту потребления нефти, что уменьшит объемы ее излишков на рынке. Картель также рассчитывал на то, что низкие нефтяные цены достаточно быстро вынудят производителей дорогой нетрадиционной нефти (прежде всего американской сланцевой нефти) свернуть объемы производства, что восстановит равновесие на рынке. Однако до середины 2015 г. объемы добычи сланцевой нефти в США продолжали расти.

Накануне состоявшейся в июне 2016 г. очередной встречи ОПЕК цена на нефть марки Brent составляла около 50 долл./барр., увеличившись по сравнению с январем этого же года примерно на 70%. В этих улучшившихся условиях члены картеля вновь не смогли прийти к соглашению относительно объемов добычи. Однако уже в конце ноября 2016 г. с учетом возросших запасов в хранилищах ОПЕК объявила о достижении договоренности картеля и некоторых не входящих в него

¹⁸¹ Использованы материалы В.П. Шуйского.

стран, включая Россию, о согласованном сокращении добычи на 1,8 млн. барр. в сутки. К концу мая 2017 г. участники договоренности вышли на согласованные показатели и согласились продлить действие соглашения ОПЕК+ до мая 2018 г., а затем, через полгода, и до конца 2018 г. Рынок отреагировал на эти новости подъемом и в настоящее время цена нефти Брент приближается к 70 долл./барр. Нельзя не признать, что согласованное сокращение добычи помогло стабилизировать рынок, снять с него давление излишних запасов, сблизить величины спроса на нефть и ее предложения.

Что касается вопросов регулирования финансовых рынков, то они не сходят с повестки дня мирового сообщества с начала глобального кризиса. Он привел к пониманию того, что усиление рисков, возникших в результате стремительной финансовализации мировой экономики, грозит финансовой дестабилизацией в отдельных странах и группах стран, в мировых финансах в целом, если не предпринимать мер по контролю за притоком и оттоком капитала на мировые и национальные рынки. Кризис подтолкнул ведущие страны мира к активизации усилий по обновлению мировой финансовой системы и к разработке согласованной программы действий государств на ближайшую и среднесрочную перспективы¹⁸².

В разгар кризиса была реанимирована деятельность «большой двадцатки» («Группа 20», G20), созданной еще в конце прошлого века, но ничем особенным в сфере регулирования себя не проявившей. В настоящее время этот международный институт исполняет миссию координации макроэкономической, прежде всего финансовой, политики ведущих стран мира. В декларации первого саммита «Группы 20» (Вашингтон, 2008 г.) были названы пять согласованных общих принципов проведения финансовых реформ: повышение уровня транспарентности финансовых рынков; укрепление качественного регулирования финансовых рынков; обеспечение согласованности и целостности финансовых рынков; укрепление международного сотрудничества между национальными и региональными регулирующими и надзорными инстанциями; реформирование международных финансовых организаций.

По решению «Группы 20» создан Совет по финансовой стабильности (СФС, *Financial Stability Board*), обладающий более широкими полномочиями, чем действовавший до этого Форум финансовой стабильности. Основной задачей СФС является координация на международном уровне работы национальных финансовых властей и устанавливающих стандарты международных организаций по созданию эффективной надзорной и регуляторной политики в мировом финансовом секторе. Действуя совместно с МВФ, ОЭСР, Базельским комитетом по банковскому надзору, ФАТФ и другими международными организациями, Совет по финансовой стабильности в первую очередь разрабатывает и обновляет нормы, регламентирующие деятельность финансовых компаний. На Каннском саммите «Группы 20» было принято решение об усилении полномочий СФС в области финансового регулирования, в частности, о предоставлении ему «правового статуса и расширении его финансовой независимости»¹⁸³.

«Группа 20» предложила МВФ регулярно вести мониторинг трансграничных потоков капитала и обновлять информацию о мерах контроля за потоками капитала, которые применяют разные страны. В ходе последних десятилетий, как отмечают

¹⁸² Подробнее см.: Квашнина И.А. Реформирование мировой валютно-финансовой системы и регулирование трансграничного перемещения капитала в России. В кн.: Внешнеэкономическая деятельность в России: институциональный анализ / Отв. ред. В.П. Оболенский. – М.: Институт экономики РАН, 2012. С. 190-197.

¹⁸³ Коммюнике встречи лидеров государств-участников «Группы двадцати», Канн, 3-4 ноября 2011 года (http://news.kremlin.ru/ref_notes/1074/print).

некоторые эксперты, МВФ игнорировал свои обязанности, сосредоточившись почти исключительно на инфляции. Он также поддерживал «финансовую либерализацию, включая движение капиталов, хотя положения его Устава совершенно недвусмысленно разрешают государствам контролировать потоки капиталов»¹⁸⁴. Между тем в современных условиях Фонд должен осуществлять «надзор над экономической деятельностью своих государств-членов, предупреждать об экономических опасностях, консультировать по вопросам экономической политики и предоставлять финансовые средства тем государствам-членам, которые испытывают трудности с платежным балансом, а также помогать развивающимся странам достичь макроэкономической стабильности и поддерживать занятость»¹⁸⁵.

Участники «большой двадцатки» приступили к разработке системы оценки макроэкономической политики, учитывающей в том числе оценку «чрезмерных глобальных дисбалансов». Оценка таких дисбалансов, по общему мнению, должна осуществляться на основе согласованных индикативных критериев. Главы финансовых ведомств «Группы 20» на встрече в феврале 2011 г., несмотря на острые разногласия, согласовали набор показателей, с помощью которых предполагается определять возникновение в отдельных странах финансовых и экономических дисбалансов. К ним отнесены уровень государственного долга и бюджетного дефицита, доля доходов населения, направляемых на сбережения, долг частного сектора, внешние дисбалансы, состоящие из торгового баланса, чистого притока инвестиций и их трансфертов с учетом обменного курса, налоговой, денежно-кредитной и иной политики. Вслед за этим министры финансов и главы центральных банков «Группы 20» пошли дальше и определили принципы, по которым будут оцениваться согласованные ранее показатели (индикаторы).

МВФ, со своей стороны, объявил, что вводит систему обязательной проверки финансовой стабильности в отношении 25 стран мира, обладающих крупнейшими финансовыми системами, в том числе России. Ранее такие проверки носили не обязательный, а добровольный характер и проводились раз в 5 лет. Проверка включает в себя изучение стабильности банковской системы и финансового сектора, проведение стресс-тестов, оценку качества банков, страховых компаний, уровня надзора и его соответствия международным стандартам, готовность властей принимать экстренные меры в случае системных сбоев.

Ключевым решением, определяющим тенденции развития банков и кредитной политики на текущее десятилетие, стало выработанное Базельским комитетом по банковскому надзору положение о переходе на новые стандарты размеров капитала и ликвидности банков («Базель-3»). Предполагается, что с их внедрением стремление банков к рискованным операциям должно уменьшиться. Новые стандарты ограничивают использование механизма леввериджа (кредитного плеча), предусматривают решение проблемы несовпадения требований и обязательств по срокам, а также устанавливают буферные резервы капитала, которые можно использовать в неблагоприятные периоды. Новые стандарты должны быть инкорпорированы в национальные законы и нормативные акты, их внедрение началось в 2013 г. и должно завершиться к началу 2019 г.

Между тем, критики «Базеля-3» справедливо указывают, что чрезмерно рискованные операции не исчезнут и будут по-прежнему проводиться, но уже не банками, а другими финансовыми институтами, например хедж-фондами и компаниями прямых частных инвестиций, которые не являются субъектами Базельского соглашения. К таким предположениям есть основания: перенос

¹⁸⁴ Доклад Д. Стиглица о реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. – М.: Международные отношения, 2010. С. 225.

¹⁸⁵ Там же. С. 227.

рисковых операций из банковского сектора в другие финансовые институты уже является объективным фактом и проявляется, в частности, в активном участии страховых компаний и различных фондов в операциях с деривативами на мировых товарных рынках.

В декларациях «Группы 20» указывается на недопустимость возврата к докризисным формам поведения в финансовой сфере и необходимость выполнения обязательств в отношении внебиржевых рынков производных финансовых инструментов и компенсационных практик. В них отмечается также, что все стандартизированные контракты по внебиржевым финансовым производным инструментам должны быть переведены на биржи или электронные торговые площадки и централизованно учитываться. Более жесткими должны стать принципы регулирования и надзора за движением производных финансовых инструментов на рынках сырья.

Деятельность «большой двадцатки» в течение последних лет показывает, что ведущие экономические державы способны принимать скоординированные меры бюджетного и денежно-кредитного стимулирования, настроены на усиление совместного контроля за потоками капитала. Тем не менее, очевидно, что выполнение рекомендаций «большой двадцатки» вряд ли заметно ослабит влияние финансовых потоков на мировые товарные рынки. Пока «Группа 20» и ее члены по отдельности, МВФ и другие международные экономические организации выступают с осуждением «валютных войн», но не могут найти взаимопонимания в том, как их можно предотвращать или хотя бы ограничивать. Нет у них и общего понимания путей ослабления имеющихся в мире глобальных дисбалансов.

Таким образом, накопленный к настоящему времени опыт раздельного регулирования мировых товарных и финансовых рынков не позволяет говорить о достаточности применявшихся и применяемых в этих целях инструментов. Международным экономическим организациям и правительствам ведущих стран еще только предстоит найти способы и формы совместных действий, направленных на скоординированное регулирование финансовых и товарных рынков и перемещения капитала между ними. Скорее всего, в среднесрочной перспективе финансовые власти ведущих стран будут активнее реализовывать меры на традиционных направлениях экономической политики – поддержании ценовой стабильности, здорового состояния государственных финансов, управлении обменными курсами и процентными ставками, но будут обращать при этом заметное внимание к использованию тех механизмов, которые способствуют устойчивому росту, сглаживанию его цикличности и чрезмерной волатильности¹⁸⁶.

¹⁸⁶ Подробнее см.: Глобальная система на переломе: пути к новой нормальности // Мировая экономика и международные отношения. 2016. №8. С. 15.

Глава 6. Экспорт и импорт инфляции в открытых экономиках

Впервые термин «экспорт инфляции» был использован австралийским экономистом Дж. Кумсом в 1974 г., который в своей книге отметил резкий рост импорта и появление дефицита торгового баланса у США в период 1969-1973 гг., в результате чего США «экспортировали инфляцию» в экономики своих торговых партнеров» (*exported inflation to its trading partners*)¹⁸⁷. Позднее данный вопрос был рассмотрен в Национальном бюро экономических исследований США (NBER), где пришли к выводу, что имел место и обратный процесс (импорт инфляции), когда в показателях роста цен в США в период 1971-1974 гг. до 40% приходилось на результат воздействия внешних факторов¹⁸⁸.

В настоящее время данный термин достаточно широко употребляется в иностранной литературе, включая американскую. Причем чаще всего его используют для обозначения только одного феномена – перемещения избыточной долларовой эмиссии из США в другие страны, особенно в развивающиеся, в результате чего, как предполагается, в этих странах ускоряется рост цен¹⁸⁹.

Наряду с термином «экспорт инфляции» столь же давно в научной литературе существует термин «передача инфляции» (*inflation transmission* или *transmission of inflation*)¹⁹⁰, которым обозначают процесс воздействия факторов, стимулирующих инфляционные процессы в одной стране на динамику инфляции в других странах. При этом данный термин звучит более мягко и без политического подтекста.

Механизм экспорта инфляции – теоретические подходы

Согласно монетаристским взглядам почти единственной причиной инфляции в стране считается чрезмерная денежная эмиссия, превышающая потребности ее экономики¹⁹¹. В таком случае, если предположить, что избыточная денежная масса из страны эмитента перемещается (экспортируется) в другие страны, тогда в этих странах будет стимулироваться рост цен, в то время как в стране-эмитенте воздействие фактора, порождающего инфляцию, будет оставаться стабильным.

Чаще всего предполагается следующий механизм такого экспорта. Правительство США, с целью уменьшения государственного долга в реальном исчислении и стимулирования экономического роста, выпускает значительный объем долговых обязательств, которые в конечном итоге скупает ФРС США, тем самым порождая искусственный повышенный спрос на них. В результате этого ставки процента в экономике остаются низкими, но создается избыточная долларовая ликвидность. В условиях низкой доходности активов в США частные инвесторы в массе своей пытаются найти более выгодные объекты для инвестирования вне США. Кроме того, поскольку доллар США является доминирующей резервной валютой, это означает, что большинство стран хранят свои высоколиквидные резервы в долларах. Однако появление избыточной долларовой ликвидности означает, что их резервы обесцениваются, а местная валюта укрепляется, делая товары из данных стран менее конкурентоспособными. Чтобы избежать этого большинство стран вынуждено в ответ на действия США эмитировать собственную валюту (чтобы покупать доллары США на своих

¹⁸⁷ Cumes J.W.C. *Inflation!: a study in stability*. – Rushcutters Bay, N.S.W.: Pergamon Press, 1974. P. 42.

¹⁸⁸ Cagan P. *Imported Inflation 1973-74 and the Accommodation Issue* // NBER Working Paper No.258. 1978. July. P. 9 (<http://www.nber.org/papers/w0258.pdf>)

¹⁸⁹ Schiff P. *Inflation: America's Greatest Export* // Euro Pacific Capital. 2008. February 22 (http://www.europac.com/commentaries/inflation_americas_greatest_export).

¹⁹⁰ Aukrust O. *A model of price and income distribution in an open economy* // *Review of Income and Wealth*. 1970. Issue 1. P. 51-78; Darby R.M., Lothian J.R. et al. *The International Transmission of Inflation*. – Chicago: The University of Chicago Press, 1983.

¹⁹¹ Begg D., Dornbusch R., Fischer S., Vernasca G. *Economics*. – L.: McGraw-Hill Education, 2011. P. 503.

внутренних рынках), а это, в свою очередь, стимулирует инфляцию в этих странах¹⁹². В таком случае эти страны еще больше увеличивают свои долларовые резервы.

Некоторые авторы указывают, то данное явление происходит регулярно на протяжении очень длительного времени. Например, Р. МакКиннон из Стэнфордского университета, полагает, что 1971, 2003 и 2010 гг. давали начало одинаковому процессу, когда в результате сверхнизких процентных ставок и ожидания ослабления доллара США из этой страны происходил отток «горячих» денег и как следствие увеличение инфляции в мире. Во всех этих случаях центральные банки других стран вынуждены были предпринимать крупные интервенции, скупая доллары США, чтобы предотвратить значительное укрепление своих валют. Здесь уместно вспомнить, что и мировые цены на сырьевые товары начинали периоды своего роста в эти годы. Следствием экспорта инфляции из США МакКиннон считает рост цен в 2010 г. более чем на 5% в таких странах долларовой периферии, как Китай, Бразилия и Индонезия, тогда как в США цены выросли только на 1,2%¹⁹³.

Другие эксперты отмечают, что не только США подобным образом экспортируют инфляцию; с мая 2010 г. подобную практику начал использовать ЕЦБ, когда стал скупать госблигации стран еврозоны, но при этом центральные банки других стран в качестве ответа на эмиссии ФРС и ЕЦБ не только эмитировали местную валюту, но и повышали свои учетные ставки¹⁹⁴.

Согласно классической теории цена любого товара определяется балансом спроса и предложения. То есть изменения цены будет происходить в результате изменения в равновесии между факторами как со стороны спроса, так и предложения. В данной теории избыточное денежное предложение будет только одним из факторов на стороне спроса¹⁹⁵. Однако в случае увеличения значимости внешних факторов, то есть по мере расширения масштабов глобализации, пропорции различных факторов могут измениться достаточно сильно.

В таком случае необходимо определить периодизацию и критерии глобализации. Например, в докладе МВФ под глобализацией понимается процесс ускорения роста международной торговли товарами и услугами, а также увеличение международных финансовых активов по сравнению с ростом данных показателей внутри стран. В страновом разрезе это включает масштабный выход на мировые рынки ключевых развивающихся стран, таких как Китай и в меньшей мере Индия. Также указывается, что данный процесс происходит совместно с экономической и финансовой дерегуляцией во многих странах. Исходя из этого период глобализации (или ее ускорения) определяется с начала 1990-х годов¹⁹⁶.

Однако и до начала широкомасштабной глобализации сильные шоки со стороны предложения в одной части мира оказывали вполне заметное влияние на инфляцию в другой. Так резкий рост цен на нефть в 1970-е годы совпал с увеличением темпов инфляции в развитых (нефтеимпортирующих странах). Затем резкое падение цен на нефть после 1985 г. и особенно в 1990-е годы привело к самому длительному периоду очень низкой инфляции в истории развитых странах. Новый, еще более сильный виток роста цен на нефть в 2002–2008 гг. снова привел к росту инфляции в мире, хотя на этот раз в весьма умеренных масштабах. Также неурожаи в сельском хозяйстве периодически приводят к росту мировых цен на ряд продовольственных товаров, а в урожайный год отмечается сильное их падение.

¹⁹² Little L.A. How does the U.S. Export Inflation? // Technical Analysis Today. 2014. March 1 (http://www.tatoday.com/index.php?option=com_content&view=article&catid=53%3Aeducational-articles&id=5160%3Ahow-does-the-us-export-inflation).

¹⁹³ McKinnon R. The Latest American Export: Inflation // The Wall Street Journal. 2011. January 18.

¹⁹⁴ Steinbock D. Steinbock: Exporting an Inflation Tsunami // CNBC. 2012. February 3 (<http://www.cnbc.com/id/>).

¹⁹⁵ Begg D., Dornbusch R., Fischer S., Vernasca G. Op. cit. P. 484-485.

¹⁹⁶ World Economic Outlook April 2006. Globalization and Inflation. – Washington D.C.: IMF, 2006. P. 97-99.

На стороне спроса будет находиться и демографическая динамика – так страны с низкими или отрицательными темпами прироста населения (ФРГ, Япония) характеризуются длительной низкой инфляцией, а страны с высокими темпами прироста населения (Турция, Бразилия) чаще страдают от высокой инфляции. Кроме указанных факторов на стороне спроса находятся ожидания домохозяйств и компаний по поводу роста своих доходов, а также изменения в пропорциях расходов домохозяйств, когда дополнительные доходы в увеличивающемся масштабе расходуются не на дополнительные товары из корзины расчета инфляции, а на другие услуги (поездки за границу) или инвестиции (недвижимость). При этом недостаточная активность банков по кредитованию населения, несмотря на низкую учетную ставку и дополнительную денежную эмиссию, как это, например, имеет место в странах еврозоны после 2010 г., также будет действовать на стороне спроса.

Соответственно и экспорт инфляции (дефляции) возможен при перемещении указанных факторов между странами, но конечный результат будет зависеть от комбинации всех возможных факторов. Например, Р. Дорнбуш и С. Фишер, отмечая низкую инфляцию в развитых странах в 2000-е годы, указывают, что дефляционный шок от роста предложения, когда дешевый импорт из Китая и других частей глобализированной экономики оказывал сильное понижающее давление на цены как раз в тот период, когда происходил рост цен на другие компоненты предложения (нефть и сырье) и совпал по времени с жесткой монетарной политикой по таргетированию инфляции в развитых странах, направленной на предотвращение ее проникновения в экономику через рост зарплат¹⁹⁷.

Также стоит отметить и работу Х. Лиу, который в своем исследовании рассмотрел возможность передачи инфляции из США в 14 стран с различным уровнем развития в период 1990-2008 гг. и пришел к выводу, что инфляция может передаваться через цены, денежное предложение и платежный баланс, при этом сдерживающими факторами данного процесса в странах-реципиентах будет их система обменного курса, монетарная политика и степень открытости, поэтому воздействие процесса передачи будет неодинаковым на разные страны. Например, чем выше открытость страны к прямым иностранным инвестициям, тем больше она будет подвержена воздействию эффекта передачи инфляции. Также участие страны в региональной интеграции высокого уровня, как, например, в случае стран еврозоны, может способствовать передаче инфляции из одной страны в другие внутри такой группы в результате эффекта замещения или перенаправления торговых потоков. Кроме того, рефлексивная монетарная политика может усугубить данный эффект. Например, в случае США и Японии обнаружено, что инфляция в первой стране имеет существенное влияние на таковую во второй, поскольку японские монетарные власти строят свои действия, ориентируясь на политику ФРС США¹⁹⁸. Автор также указывает, что чем меньше диверсификация внешней торговли страны (по товарам и странам), тем выше будет зависимость инфляции в такой стране от инфляции в соответствующих странах-партнерах или от роста цен на соответствующие товары. Например, на пике нефтяных цен в 2007-2008 гг. инфляция в арабских странах – экспортерах нефти, расположенных в Персидском заливе, значительно выросла, достигая двузначных цифр, поскольку мировые цены на их основной экспортный товар достигли исторического максимума в это период. В целом Х. Лиу пришел к выводу, что передача инфляции из США во Францию, Италию и большинство развивающихся стран была довольно ограничена, но существенна в Японию, Великобританию, Южную Корею и Китай¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Begg D., Dornbusch R., Fischer S., Vernasca G. Op. cit. P. 486-487.

¹⁹⁸ Liu H. An Empirical Study on the Effect of Inflation Transmission // Proceedings of the 9th International Conference on Management Science and Engineering Management / Ed. by Xu J., Nickel S., Machado V.C., Hajiyev A. – Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, 2015. P. 634-635.

¹⁹⁹ Liu H. Op. cit. P. 627, 636.

Каналы передачи инфляции

В условиях глобализации происходит резкий рост объемов взаимной торговли товарами между странами, в результате чего экспорт/импорт инфляции может происходить, в первую очередь, через рост притока в страну импортных товаров, которые занимают все большую долю в местном потреблении (готовые товары) или все большую долю в комплектующих (полуфабрикатах) и сырье, которые потребляются местной промышленностью. Соответственно ценовая динамика товаров, потребляемых или производимых в отдельной стране, становится все более зависимой от мировых цен на эти товары.

Другим важным каналом, через который реальный сектор может экспортировать/импортировать инфляцию, является рынок труда. С одной стороны, в результате широкомасштабного процесса транснационализации производства рынок труда в отдельной стране все больше теряет свою изолированность и практически становится частью глобального рынка труда. ТНК, перенося свои производства в страны с низкой стоимостью рабочей силы, фактически оказывают давление в сторону понижения спроса на рабочую силу на своих домашних рынках, тем самым тормозя там рост заработной платы, что, в свою очередь, должно оказывать понижающее давление на спрос на домашних рынках, замедляя там рост инфляции. С другой стороны, создавая в развивающихся странах новые производства, ТНК создают там дополнительный спрос на рабочую силу и тем самым стимулируют и рост зарплат, и рост спроса на потребительские товары. Все это должно оказывать повышающее давление на цены в развивающихся странах.

Аналогичный процесс происходит и в секторе услуг, которые становятся более востребованными в международной торговле, особенно в результате быстрого роста интернет-торговли. В результате этого, например, покупатели из одной страны могут делать покупки товаров в другой стране напрямую. Тем самым в стране, где находятся покупатели, создается дополнительное понижающее давление на местную сферу услуг, в данном случае торговлю. И наоборот, в стране базирования интернет-магазина расширяется спрос на услуги (торговлю), стимулируя рост цен на них. При этом по мере развития интернет-технологий растет и количество услуг, которые фактически становятся торгуемыми на мировых рынках. В результате этого инфляция в секторе услуг в отдельной стране становится более подвержена воздействию факторов, определяющих стоимость услуг во многих других стран.

По мнению МВФ, глобализация оказала определенное воздействие на относительные цены в развитых странах. В отраслях, наиболее открытых для международной конкуренции было наибольшее снижение относительных цен после 2000 г. Тем не менее глобализация – не единственный фактор понижающего давления на цены. Действительно, открытость имеет большое значение, особенно в низкотехнологичных секторах с низкоквалифицированной рабочей силой. Однако рост производительности труда также оказал заметное влияние на снижение цен, особенно в высокотехнологичных отраслях, а также сфере услуг. С середины 1990-х годов в ряде секторов сферы услуг сокращение темпов инфляции было столь значительным, что это способствовало уменьшению темпов общей инфляции в стране в той же мере, что и сокращение цен в производственных секторах²⁰⁰.

Важным последствием глобализации стала возросшая мобильность капитала, знаний и рабочей силы, поэтому крупные компании из различных стран вместо опоры исключительно на местное производство стали развивать глобальные цепочки создания стоимости, что оказало сильное влияние на структуру и темпы роста международной торговли, на что указывает исследование ЮНИДО²⁰¹. В

²⁰⁰ World Economic Outlook April 2006. Globalization and Inflation. – Washington D.C.: IMF, 2006. P. 123.

²⁰¹ Memedovic O. Mapping Global Value Chains: Intermediate Goods Trade and Structural Change in the World Economy // UNIDO Working Paper No.05/2010. Vienna, 2011.

результате этого процесс создания стоимости конкретных товаров распределяется по различным странам, что делает крайне затруднительным определение зависимости цены товаров, произведенных ТНК, от инфляционных процессов в какой-то одной стране. Например, как показывают исследования, существенно сократить себестоимость товаров, экспортируемых из США, позволил продолжившийся в прошлом десятилетии процесс перевода американскими ТНК производства в ряде отраслей в страны с низкими издержками труда (начиная с 2000 г. за рубеж переведено более 3,2 млн. рабочих мест)²⁰². При этом стоимость рабочей силы в США в целом не сокращалась.

Наряду с экспортом инфляции, можно говорить и об экспорте дефляции. Например, Китай, производя все больше и больше дешевых товаров, должен оказывать понижающее давление на цены товаров на международных рынках. Однако ФРС США в опубликованном в 2004 г. исследовании, пришла к выводу, что с 1993 г. нарастающий экспорт из КНР мог привести к сокращению инфляции в различных странах мира в среднем не более чем на 0,25%, а в США не более 0,33%. При этом, хотя цены на импортные товары в США сократились, по мнению ФРС, размер импорта США по отношению к их ВВП недостаточно велик, чтобы оказывать заметное влияние на инфляцию в масштабах всей страны²⁰³.

Позднее Банк Англии в своем бюллетене также рассматривал этот вопрос. По мнению А. Боуэна и К. Мэйхью из отдела монетарного анализа банка, если действительно наблюдаются случаи падения цен на импортные товары, то последствия этого процесса для инфляции в значительной мере зависят от того, происходят ли при этом изменения в ожиданиях домохозяйств о возможном росте своих реальных доходов, а также от монетарной политики в стране²⁰⁴.

МВФ в своем докладе также отмечает, что в развитых странах прямое воздействие глобализации на инфляцию через механизм импортных цен было невелико. Однако если глобальные производственные мощности становятся избыточными, как например, в периоды кризисов, то в течение 1-2 лет это добавляет более чем 1% понижающего давления на цены, и при близких к нулю показателях инфляции в развитых странах такое давление становится вполне заметным. Поскольку МВФ больше склоняется к монетаристскому взгляду на природу инфляции, то, рассматривая взаимосвязь между глобализацией и инфляцией, он приходит к выводу, что в среднесрочной перспективе инфляцию определяет доминирующий номинальный ориентир, такой как политика центрального банка по целевому показателю инфляции, то есть политика таргетирования инфляции. При этом влияние других факторов глобализации на инфляцию будет иметь кратковременный эффект, особенно в развитых странах. Однако в развивающихся странах их все большая открытость является важным фактором в постоянно наблюдаемом улучшении показателей инфляции в этих странах²⁰⁵. «Все большая открытость» означает, в первую очередь, снятие барьеров на трансграничное движение капиталов в развивающихся странах.

Другие экономисты, соглашаясь в целом с идеей о возможности перетока денежной эмиссии из страны в страну, подчеркивают, что ФРС США экспортируют в первую очередь глобальную инфляцию активов (*global asset-price inflation*)²⁰⁶.

²⁰² Супян В.Б. Послестроительное развитие экономики США: новые вызовы // США и Канада: экономика, политика, культура. 2011. №5. С. 5.

²⁰³ Kamin S.B., Marazzi M., Schindler J.W. Is China "Exporting Deflation"? // Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers. 2004. January. No.791.

²⁰⁴ Bowen A., Mayhew K. Globalisation import prices and inflation: how reliable are the tailwinds // Bank of England Quarterly Bulletin. 2008. Q3. P. 283.

²⁰⁵ World Economic Outlook April 2006. P. 123.

²⁰⁶ O'Driscoll G.P. Jr. The Fed Is Creating – and Exporting – Asset Price Inflation // Cato Unbound. 2013. November 22 (<http://www.cato-unbound.org/2013/11/22/gerald-p-odriscoll-jr/fed-creating-exporting-asset-price-inflation>).

Действительно, скупая доллары США, центральные банки других стран не держат их на своих местных счетах, а, как правило, инвестируют в американские гособлигации, то есть долларовая ликвидность быстро возвращается в США. Также многие экспортеры, особенно из развивающихся стран, продают только часть долларовой выручки на внутреннем рынке (насколько это требуется местным валютным законодательством). Сохраняя долларовую выручку на своих счетах, эти компании фактически оставляют долларовую ликвидность в США. Таким образом, на самом деле, результатом чрезмерной эмиссии ФРС США является резкий рост ликвидности у банков в США. Это должно было бы стимулировать инфляцию в самих США, но этого не происходит, как представляется, по причине двух факторов. Во-первых, поскольку доллар США является доминирующей резервной валютой, то субъекты американской экономики расплачиваются за импортные товары и услуги в своей национальной валюте. То есть, если избыток долларовой ликвидности в США не соотносится с дополнительным количеством товаров у местных производителей, тогда баланс легко покрывается ростом импорта. В последние 30 лет именно резкий рост американского импорта является отличительной чертой внешней торговли данной страны. Во-вторых, что более важно, расчеты инфляции, как правило, не включают динамику цен на активы. Однако именно фондовые активы и недвижимость после ослабления монетарной политики ФРС США демонстрировали значительный рост. Например, тот же МакКиннон, указывает, что с начала 2003 г. по середину 2006 г. цены на недвижимость в США выросли на 50%²⁰⁷. То есть избыточная долларовая эмиссия экспортируется из США не полностью и не целиком передается населению этой страны, а перенаправляется банками (напрямую или через кредиты на соответствующие цели) на инвестиции в активы (фондовый рынок и недвижимость), вызывая рост цен на последние в США. При этом та часть, которая экспортирована, в первую очередь вызывает рост цен активов в других странах, которые, ввиду их сравнительно меньших размеров, могут даже испытывать шоковый прирост. В таких условиях ускоряется и видимый рост потребительских цен в этих странах.

Последняя волна перемещения спекулятивного капитала из США берет свое начало в 2010 г., когда ФРС США ввел в действие новую политику так называемого количественного смягчения. Поскольку в данном случае впервые открыто официальной целью было провозглашено стимулирование инфляции в США, то масштабы эмиссии избыточной долларовой ликвидности изначально должны были превзойти практику предыдущих лет. Как отмечают экономисты, в результате этого резко увеличился приток спекулятивного капитала из США в развивающиеся страны, где на фондовых рынках начали формироваться пузыри. Одновременно быстро восстановились мировые цены на сырье, которые едва не достигли к началу 2014 г. предкризисных исторических максимумов, притом что инфляция в США стала балансировать на грани с дефляцией²⁰⁸.

Все вышеописанные эффекты связаны с перемещением капиталов в виде портфельных инвестиций. Однако некоторые исследователи отмечают, что и прямые иностранные инвестиции могут иметь своим последствием рост инфляции в стране, поскольку приводят к росту внутреннего выпуска, увеличению спроса на труд, повышению заработной платы и, как следствие, к увеличению уровня внутренних цен²⁰⁹. Но, как представляется, это больше относится к развивающимся странам. При этом инфляционный эффект от прямых иностранных инвестиций должен значительно уступать таковому от портфельных инвестиций. В развитых

²⁰⁷ McKinnon, R. The Latest American Export: Inflation // The Wall Street Journal. 2011. January 18.

²⁰⁸ Colon H. Exporting U.S. Inflation // National Center for Policy Analysis Issue Brief. 2015. December. No.179. P. 2, 3 (<http://www.ncpa.org/pdfs/ib179.pdf>).

²⁰⁹ Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. №3. С. 22.

странах, как отмечают некоторые исследования, глобализация внесла вклад в сокращение чувствительности их внутренних рынков к ограничениям местного производства именно через воздействие на рынок труда и на зарплаты²¹⁰.

Что касается ответной реакции центральных банков других стран, то, как представляется, их действия (скупка долларов США и эмиссия местной валюты) до определенной степени оправданы, если целью является борьба с притоком спекулятивного капитала, который вызывает сильный рост волатильности обменного курса местных (не резервных) валют.

Если же речь идет о предотвращении укрепления национальной валюты (что также нередко происходит) для поддержания конкурентоспособности местных производителей, то в долгосрочной перспективе такие действия могут привести к обратному результату. Причина в том, что рост инфляции в стране уменьшает доступность кредита для местных компаний, который, в свою очередь, является важнейшим инструментом обеспечения ценовой конкурентоспособности на международных рынках. Также в этих условиях рост объема национального рынка в реальном исчислении происходит медленно (если происходит), затрудняя компаниям, пока не достигшим уровня международной конкурентоспособности, развитие их производства за счет расширения продаж на местном рынке.

Роль валютного курса

Предполагается, что одним из факторов передачи инфляции может выступать валютный курс. Попыткой выявить в цене товара результат такого воздействия является расчет «эффекта переноса» (*pass-through effect*). В данном случае сравнивается динамика курса национальной валюты и динамика цен на конкретные товары, чтобы показать величину, на которую фактически выросли (сократились) цены на товары после соответствующего изменения курса национальной валюты. Например, если 10-процентная девальвация привела к росту цен на 10%, то «эффект переноса» был полным (равным 1), а если бы цены выросли только на 6%, эффект составил бы 0,6. Выделяют первую ступень данного эффекта – перенос колебания валютного курса на цены только импортных товаров, и вторую – перенос на цены всех товаров в стране.

Эмпирические исследования «эффекта переноса» дают показатели, заметно отличающиеся для каждого случая. Например, Дж. Янг, исследовав 77 производственных отраслей в США, рассчитал средний эффект переноса для американского импорта в 0,3185 в краткосрочном периоде (за квартал). При этом эффект значительно отличался для различных товаров, например, для фанеры равнялся 0,025, а для принтеров – 0,757. В долгосрочном периоде средний показатель «эффекта переноса» несколько возрастал (0,421)²¹¹. Такое различие между отраслями автор объяснил малой дифференциацией (разнообразием) товаров в первом случае и большой во втором. Позднее Т. Клитгард получил среднее значение «эффекта переноса» уже в 0,6, изучив отдельно импорт США из Японии в течение 1990-х годов²¹².

Таким образом, расчеты «эффекта переноса» указывают на неполное и нестабильное в различные периоды перенесение колебания курса валюты на цены, если оно вообще существует. Примечательно, что Дж. Янг на основе своего исследования сделал вывод о том, что использование политики валютного курса

²¹⁰ World Economic Outlook April 2006. P. 123.

²¹¹ Yang J. Exchange-Rate Pass-Through in US Manufacturing Industries // Review of Economics and Statistics. 1997. No.1. P. 95-104.

²¹² Klitgaard T. Exchange Rates and Profit Margins: The Case of Japanese Exporters // Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review. 1999. No.1. P. 41-54 (<http://www.ny.frb.org/research/epr/99v05n1/9904klit.pdf>).

для регулирования импорта малоэффективно²¹³. Также в настоящее время признается, что в реальной жизни конкуренция не совершенная, то есть чтобы не потерять свою долю рынка, компании редко изменяют цены строго пропорционально изменению курса валюты²¹⁴.

Что касается измерения «эффекта переноса» в России, то в совместной работе российских экспертов также подтверждено, что величина эффекта переноса может меняться в различные периоды. Обнаружено, что «эффект переноса» не одинаков для различных ценовых индексов; также отсутствует полный «эффект переноса» для всех комбинаций ценовых индексов и показателей обменного курса. Оценка «эффекта переноса» для индекса потребительских цен составила 0,046 в первый месяц, в первые три месяца около 0,101, а за шесть месяцев – 0,281. За год изменения индекса потребительских цен, вызванные изменением номинального эффективного обменного курса рубля, достигают 0,477, но различные индексы цен реагируют на укрепление и ослабление национальной валюты по-разному. Авторы обнаружили, что при ослаблении курса рубля «эффект переноса» выше (практически для всех спецификаций), чем на всем рассматриваемом периоде. Также авторы отметили, что эффект переноса обменного курса доллара США на потребительские цены оказывается, как правило, выше, чем евро. При этом они считают, что это связано с тем, что доллар традиционно выступает основной иностранной валютой в России, хотя большая часть импорта поступает в Россию из еврозоны, то есть должна быть номинирована в евро²¹⁵.

Имеющиеся результаты исследований позволяют сделать вывод, что расчет «эффекта переноса» только констатирует происшедшие изменения, но не позволяет выделить из цены именно фактор воздействия валютного курса, как и сравнивать между собой результаты, полученные для разных стран, то есть он дает лишь грубое представление о состоянии цен конкретных товаров после изменения валютного курса. Сохраняется проблема экстраполяции полученных результатов по конкретным товарам на всю товарную группу. В таких случаях обычно прибегают к использованию ценовых индексов уже не по отдельным товарам, а по товарным группам. В свою очередь, это приводит к трудностям при межстрановых сравнениях.

В настоящее время теоретические воззрения на ценовые пропорции в международных сравнениях, как правило, отталкиваются от идеи паритета покупательной способности (ППС), которая подразумевает, что перенос колебаний обменного курса на внутренние цены должен быть полным, то есть эластичность внутренних цен по обменному курсу равна 1. Однако, как отмечают исследователи, во многих случаях предпосылки, лежащие в основе концепции ППС, в реальности не выполняются (например, из-за наличия трансакционных издержек), что может приводить к неполному эффекту переноса, а также различиям в его величине и характеристиках, обусловленных спецификой национальных экономик²¹⁶.

Здесь необходимо заметить, что, основываясь на теоретических воззрениях экспортный товар из одной страны должен иметь одинаковую цену в нескольких других странах, если последние используют одну и ту же валюту и у них нет взаимных торговых барьеров. Однако на практике это не так. Например, в еврозоне на ценнике розничного товара нередко указывается неодинаковая цена в евро для различных стран еврозоны. То есть сами производители не считают, что указание более высокой цены товара должно автоматически сократить его продажи.

Масштабная дифференциация современных товаров делает трудноразрешимой задачу определения одинаковых товаров при расчете динамики

²¹³ Yang J. Op. cit. P. 101.

²¹⁴ Pilbeam, K. International Finance. – L.: Palgrave MacMillan, 2006. P. 60.

²¹⁵ Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Указ. соч. С. 26, 29.

²¹⁶ Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Указ. соч. С. 22.

цен на них в среднесрочном и долгосрочном периодах. Например, если считать iPhone4, iPhone5 и iPhone6 одинаковым товаром, то его цена в среднесрочном периоде будет расти, а если считать их разными товарами, то цена будет уменьшаться, как только продукт перейдет пик своего жизненного цикла (для смартфонов это 12-15 месяцев). Также производители многих товаров, особенно таких высокотехнологичных, как смартфоны, нередко выпускают модели, которые имеют одно название и один внешний вид, но различную «начинку» (компонентную базу) и различный доступ к специфическим услугам, тем самым ориентируя их для продаж на различных рынках. В результате этого практически невозможно разобраться, какая конкретно «начинка» и по какой цене продается на рынке той или иной страны, и рассчитать индекс их цен без детальной технической документации.

Есть работы, показывающие, что результат расчетов «эффекта переноса» зависит от набора товаров в исследуемой корзине и учета соотношения долей валют, в которых выставлены цены этих товаров²¹⁷. Из этого следует, что при расчетах данного показателя трудно устранить большую зависимость результатов от субъективного подхода при отборе исходных данных.

С переходом к плавающим курсам и отменой ограничений на движение капитала валютный курс из независимого внешнего фактора, непосредственно устанавливаемого правительством, превратился в зависимый внутренний, который определяется множеством других макроэкономических факторов, в число которых входит и инфляция. При этом наиболее важным из них становится фактор движения капиталов. Как отмечают экономисты, в условиях современной глобализированной экономики курс валюты какой-либо страны является не только ценой местной валюты, отражающей баланс спроса и предложения товаров и услуг между данной страной и остальным миром, но также ценой местных активов (капитала), отражающей всю совокупность ожиданий субъектов экономики относительно выгоды перемещения капиталов в данную страну или из нее. Поскольку стоимость активов подвержена сильной субъективной переоценке под влиянием различных событий, то и валютный курс нередко чрезмерно колеблется, значительно искажая пропорции, установившиеся на рынках товаров и услуг. Тем самым затрудняется для местных компаний, особенно малых и средних, принятие решений по инвестированию в производство, которое, в свою очередь, требует наличия предсказуемости будущей ценовой динамики²¹⁸.

При этом ТНК, имеющие производство, разнесенное по нескольким странам, фактически могут находиться вне влияния курса какой-либо валюты, даже валюты той страны, где расположен их головной офис или той валюты, в которой они публикуют свою отчетность. Проводя внешнеторговые поставки по внутрифирменным каналам, ТНК имеют возможность производить ценообразование на каждом конкретном рынке, исходя, в первую очередь, из перспектив роста этого рынка, не ограничиваясь потолком собственных издержек, которые у ТНК будут распределены между несколькими странами. Если добавить сюда практически неограниченные возможности для ТНК в получении кредитных ресурсов и их возможность кредитовать потенциальных покупателей (импортеров), то они фактически являются нечувствительными непосредственно к колебаниям валютных курсов. На ценообразование в ТНК определяющее влияние будут оказывать прежде всего конъюнктура на основных рынках и маркетинговая политика самих компаний.

Размер и важность целевого рынка будет определять и ценовую политику компаний-экспортеров. Например, как показывают исследования, для европейских производителей рынок США является очень важным, поэтому они, как правило, не

²¹⁷ Choudhri E.U., Hakura D.S. The Exchange Rate Pass-Through to Import and Export Prices: The Role of Nominal Rigidities and Currency Choice // IMF Working Paper. 2012. September. No.226.

²¹⁸ Cooper R. Choosing a suitable exchange rate suitable for price-takers // Central Banking. 2013. No.1. P. 68.

спешат повышать там свои цены вслед за изменением курса евро к доллару США. В результате этого, во время фазы длительного ослабления доллара США к евро (2001-2008 гг.), вопреки ожиданиям, что это приведет к удорожанию европейских товаров по сравнению с американскими и, как следствие к существенному сокращению дефицита во взаимной торговле²¹⁹, отрицательное сальдо у США в торговле со странами еврозоны продолжало постоянно увеличиваться в объеме и возросло с 53,5 млрд. до 77,7 млрд. долл. в течение 2001-2008 гг.²²⁰ Аналогичной стратегии в отношении американского рынка придерживались и японские компании.

Данную мысль подтверждает и ряд недавних эмпирических работ, исследовавших «эффект переноса» на уровне фирм из развитых стран, которые выявили, что у эффективных компаний-экспортеров цены на товары малочувствительны к колебаниям валютных курсов²²¹. Более того, на примере Франции и Бельгии авторы выяснили, что крупнейшие компании-экспортеры, на которых приходится подавляющая часть вывоза этих стран, одновременно являются и крупнейшими импортерами в данных странах. Поскольку логика ценообразования у таких компаний не будет жестко зависеть от валютного курса, то и общая внешнеторговая статистика страны не будет с ним строго коррелировать.

Еще в 1987 г. П. Кругман отмечал, что в международной торговле компании стремятся придерживаться политики ценообразования согласно условиям на целевом рынке (*pricing-to-market*), а не строго транслировать свои цены на домашнем рынке через валютный курс. Современные исследования показывают, что фирмы очень сильно зависят от доступности кредитных ресурсов, соответственно, уровень благополучия банковской системы напрямую влияет на экспортную активность компаний и их политику ценообразования²²². При этом фирмы, имеющие ограниченный доступ к кредиту, в своей ценовой политике вынуждены достаточно сильно следовать за валютным курсом, в то время как компании, не имеющие таких трудностей, предпочитают ценообразование согласно условиям на целевом рынке²²³. Поскольку трудности с кредитованием возрастают по мере роста инфляции в стране, то и соответствующее поведение компаний должно находить свое отражение на макроэкономическом уровне в виде увеличения уровня «эффекта переноса», что подтверждается рядом исследований.

Так Дж. Тейлор предположил, что чем выше уровень и продолжительность инфляции, тем больше «эффект переноса»²²⁴. Другие исследователи обнаружили, что в странах с низким уровнем инфляции отмечается невысокий уровень «эффекта переноса», в то время как в странах с высокой инфляцией он существенно выше²²⁵. Также было обнаружено, что по мере улучшения экономической ситуации снижается

²¹⁹ Меньшикова А.М. Динамика воздействия единой валюты Европы на ее экономические отношения с США // США и Канада: экономика, политика, культура. 2006. №9. С. 31.

²²⁰ Direction of Trade Statistics Data Base (DOTS) (<http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>).

²²¹ Chen N., Juvenal L. The Prices of higher quality goods respond less to exchange-rate movements. 2014. January 15 (<http://www.voxeu.org/article/quality-goods-and-pass-through-puzzle>); Amiti M., Itskhoki O., Konings J. Why do large movements of exchange rates have small effects on international prices? 2013. February 19 (<http://www.voxeu.org/article/exchange-rate-disconnect-and-international-supply-chains-firm-level-evidence>).

²²² Amiti M., Weinstein D.E., Exports and financial shocks // Quarterly Journal of Economics. 2011. No.4. P. 1841–1877; Paravisini D., Rappoport V., Schnabl P., Wolfenzon D. Dissecting the Effect of Credit Supply on Trade: Evidence from Matched Credit – Export Data // NBER Working Paper No.16975. 2011.

²²³ Strasser G. Exchange rate pass-through and credit constraints // Journal of Monetary Economics. 2013. No.1. P. 25-26.

²²⁴ Taylor J. B. Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms // European Economic Review. 2000. No.7. P. 1389-1408.

²²⁵ Engel C. The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rates and the Implications for Exchange-Rate Policy: A Survey of a Few Recent New Open-Economy // NBER Working Paper No.8725. 2002; Calvo G. A., Reinhart C. M. Fear of Floating // The Quarterly Journal of Economics. 2002. No.2. P. 379-408.

и эффект переноса²²⁶, а МВФ в своем докладе, на примере развитых стран, указал на то, что снижение темпов инфляции в стране фактически является причиной, уменьшающей величину «эффекта переноса»²²⁷.

Говоря о ценах, также необходимо упомянуть Р. Дорнбуша²²⁸, показавшего, что в краткосрочном периоде цены на товары или зарплаты реагируют на монетарную экспансию значительно медленнее, чем обменный курс национальной валюты. При этом они особенно сильно сопротивляются давлению факторов в сторону понижения, в то время как курс валюты может демонстрировать и быстрый рост, и быстрое падение. Следовательно, в случае девальвации национальной валюты компании скорее отреагируют на это повышением своих цен, чем будут безучастно наблюдать за их «автоматическим» понижением при пересчете в иностранную валюту. Также есть достаточно указаний, что на практике экспортеры на девальвацию национальной валюты нередко отвечали повышением цен на свой товар²²⁹.

В российской практике также отмечается влияние роста мировых цен на внутреннюю цену российских производителей, поскольку такие базовые продукты как, например, зерно, сталь, уголь, нефть или продукция нефтехимической промышленности, привязаны к мировым ценам²³⁰ и в случае девальвации рубля их производители также поднимают цены и для российских клиентов²³¹, тем самым делая невозможным сохранение стоимости производства продукции более высокого уровня переработки по ценам, существовавшим до девальвации. Опрос средних российских компаний в феврале 2015 г. о факторах, влияющих на состояние их экспортного потенциала, показал, что большинство из них с девальвацией получили рост издержек, так как они серьезно зависят от импорта сырья и комплектующих, тогда как цены на российское сырье в рублях обычно привязаны к мировым ценам и, соответственно, тоже растут в период девальвации рубля²³².

Таким образом, можно сделать вывод, что в современных условиях валютный курс является не столько инструментом передачи инфляции, сколько индикатором сравнительного состояния экономик и направлений движения капиталов между странами.

В заключение можно отметить, что феномен передачи или экспорта инфляции из одной страны в другие безусловно существует. В основе механизма такой передачи, как представляется, лежит перемещение факторов, действующих на стороне спроса или предложения, от комбинации которых и зависит конечная сила эффекта. При этом избыточная эмиссия ликвидности в доминирующей мировой резервной валюте (доллар США) может быть признана фактором роста инфляции в других странах, прежде всего развивающихся. Однако в современных условиях это, в первую очередь, инфляция активов, которая одновременно происходит и на домашнем для доллара рынке США. Деструктивным последствием глобальной инфляции активов является формирование финансовых пузырей на мировых рынках. В этой ситуации монетарная политика центральных банков отдельных стран, их сотрудничество и взаимодействие выступают важным фактором в обеспечении финансовой стабильности как на национальном, так и на глобальном уровнях.

²²⁶ Gagnon J.E., Ihrig J. Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through // International Journal of Finance & Economics. 2004. No.4. P. 315-338.

²²⁷ World Economic Outlook April 2006. P. 114.

²²⁸ Dornbusch, R. Expectations and Exchange Rate Dynamics // Journal of Political Economy. 1976. No.6. P.1161-1176.

²²⁹ Begg D., Dornbusch R., Fischer S., Vernasca G. Op. cit. P. 581.

²³⁰ Литвинова Н. Рубль падает – зерно дорожает // Эксперт. 2014. №51. С. 32-33.

²³¹ Гурова Т. и др. К черту экономическую теорию // Эксперт. 2015. № 1-3. С. 16-18.

²³² Обухова Е., Огородников Е., Ремизов М. Преодолеть барьеры // Эксперт. 2015. №9. С. 37.

Глава 7. Новые финансовые технологии и их влияние на инфляционные процессы в развитых странах

Финансовый сектор, включая крупнейшие финансовые структуры, традиционно характеризуется повышенной инновационной активностью. Пусть и с естественной отраслевой спецификой, банки и иные отраслевые организации традиционно выступали пионерами внедрения наиболее «прорывных» для своего времени технологий²³³: телеграфа, телефона, сети Интернет, технологий кибербезопасности (вплоть до квантовой криптографии), а ныне – блокчейн-технологий. Одновременно, финансовый сектор всегда гибко реагировал на изменения динамики инновационного развития, появление новых возможностей экономического роста, исправно снабжая соответствующие сектора экономики так называемыми «умными деньгами», а также специализированными финансовыми инструментами, которые сами по себе являлись по-настоящему «подрывными» продуктовыми инновациями для своего времени и значимыми факторами экономического роста²³⁴. Преобразуя финансово-кредитную систему, технологические инновации оказывают опосредованное влияние и на инфляционные процессы в экономике.

В настоящее время финансовый сектор вновь оказался в центре изменений, связанных с информационными – цифровыми – технологиями. В связи с этим вопрос о границах и масштабе трансформаций, связанных с новой волной инноваций в данной сфере, вновь выходит на первый план, включая дискуссии об их воздействии на финансы, деньги и инфляцию.

Драйверы цифровизации финансового сектора

Активное развитие цифровых технологий в финансовом секторе имеет давнюю историю. Именно крупнейшие банки и иные финансово-кредитные организации стали одними из ранних пользователей первых мейнфреймов, персональных компьютеров, сложного программного обеспечения, сетевых решений (включая систему SWIFT и Интернет) и прочих передовых информационно-коммуникационных технологий. При этом влияние цифровых решений на производительность труда, прибыли и иные показатели сектора оказались едва ли не более выраженными, чем для иных отраслей²³⁵.

В конце 2000-х и особенно в 2010-х годах началась очередная волна «цифровизации» финансового сектора: от расширения использования информационных систем в банках до появления принципиально новых сетецентрических и интеллектуальных финансовых решений. Эти новые перспективные направления получили зонтичное название «финтех».

Причин для активизации цифровых финансовых технологий было сразу несколько, причем они достаточно равномерно распределялись между технологическими факторами и меняющимися параметрами спроса.

²³³ См., например: Перес К. Технологические революции и финансовый капитал. – М.: Дело, 2011.

²³⁴ См.: Laeven L., Levine R., Michalopoulos S. Financial innovation and endogenous growth // Journal of Financial Intermediation. 2015. Issue 1. P. 1-24; Beck T., Chen T., Lin C., Song F.M. Financial innovation: The bright and the dark sides // Journal of Banking & Finance. 2016. No.1. P. 28-51.

²³⁵ См. об эффектах, например: Swierczek F.W., Shrestha P.K. Information technology and productivity: a comparison of Japanese and Asia-Pacific banks // The Journal of High Technology Management Research. 2003. Issue 2. P. 269-288; Pohjola M. Digitalisation and Productivity in the Financial Sector // Finance Finland. 2015 (http://www.finanssiala.fi/en/material/Report_Digitalisation-and-Productivity_Pohjola.pdf); Scott S. V., Van Reenen J., Zachariadis M. The long-term effect of digital innovation on bank performance: An empirical study of SWIFT adoption in financial services // Research Policy. 2017. Issue 5. P. 984-1004.

Самой очевидной причиной является быстрый прогресс самих цифровых – информационных и коммуникационных – технологий. Интернет-революция, пусть и закончившаяся крахом «дот-комов» в 2001 г., обеспечила условия быстрого расширения доступа различных слоев населения и бизнес-субъектов к сети Интернет, а также появление инновационных решений и бизнес-моделей. Финансовый сектор оказался в эпицентре этих изменений, начиная от клиентской поддержки и заканчивая онлайн-торгами, интеллектуальными биржевыми алгоритмами («биржевые роботы») и иными феноменами и процессами.

Массовое распространение персональной цифровой техники (сначала компьютеры, с начала 2000-х годов ноутбуки, с конца 2000-х – смартфоны и планшетные компьютеры) обеспечило и клиентов, и финансовый сектор новыми техническими средствами для более активной коммуникации и взаимодействия, а также повысило вовлеченность физических и юридических лиц в работу финансовых институтов и процессов и как клиентов, и как самостоятельных субъектов. В свою очередь, искусственный интеллект, облачные технологии, распределенные вычисления стали мощными ускорителями развития функционалов и целых классов новых продуктов, а также процессных инноваций в финансовом секторе.

Процесс далек от завершения. Помимо реализации уже существующих возможностей укажем лишь на один факт. Концепция Интернета вещей (IoT) и Интернета всего (IoT плюс развитие обычного Интернета в Интернет 3.0) в совокупности расширяют пространство и финансовых операций, и потребности в новых финансовых инструментах. В частности, речь идет о межмашинных взаимодействиях, где интеллектуальные автоматы могут выступать в качестве экономических квазиагентов (то есть осуществлять финансовые операции как бы от своего лица).

Едва ли не более важные изменения фиксируются на стороне спроса. В первую очередь речь идет о появлении уже второго поколения интернет-пользователей и первого полностью «мобильного» поколения. Глобальной паутине уже более 30 лет, мобильной телефонии – четверть века, смартфонам как массовому феномену – скоро 10 лет. В развитых и многих развивающихся странах люди моложе 40 лет уже не представляют свою жизнь без сети и персональных электронных систем. При этом даже в бедных развивающихся странах в силу быстрого удешевления мобильных и интернет-решений уровень доступа к современным коммуникационным возможностям растет опережающими темпами.

Сформировавшаяся новая культура и практики потребления и жизни ведут к появлению новых требований к сервисам и сервис-провайдерам, в том числе финансовым услугам. Для клиентов нового поколения традиционный банковский офис интересен в гораздо меньшей степени, чем возможность получить все необходимые услуги удаленно с использованием персонального электронного устройства. Очень показательна динамика изменений использования мобильного банкинга среди жителей США: к 2014 г. почти половина лиц 26-34 и 18-25 лет пользовались подобными услугами, тогда как доля пользователей в прочих демографических группах оставалась менее 25-30%²³⁶. Причем темпы прироста доли пользователей среди старших возрастных групп были ниже, чем у 2 вышеуказанных молодых групп.

Частично неудовлетворенность «цифрового» поколения современным состоянием финансовых услуг иллюстрируется также пусть и спекулятивным, но все равно феноменальным ростом криптовалют, прежде всего биткоина.

²³⁶ См.: US Mobile Banking Adoption By Age Group // The Financial Brand. 2016 (<https://thefinancialbrand.com/41465/300-mobile-banking-digital-payment-strategic-planning-statistics/>).

Рост интереса к информатизации финансовых услуг и формированию специализированных цифровых финансов усиливается изменениями в экономике, в частности, расширением спектра субъектов и форм инновационной деятельности, трансформациями национальных инновационных систем. Так, потребность в более гибком финансировании при минимуме регуляторных требований (часто важная характеристика для инновационных проектов) и максимальном доступе к емким рынкам персональных сбережений объясняет расширение практик краудфандинга, включая его производную – публичное размещение токенов/коинов (ICO – Initial Coin Offerings) и т.д.

Отдельный фактор востребованности финтеха – вполне классические «подрывные» инновации, связанные с обеспечением так называемого инклюзивного роста, обеспечением платежеспособного спроса на отдельные категории товаров и услуг, неудовлетворенного по экономическим и техническим причинам, а также предоставлением оптимальных решений для клиентов, недовольных завышенными ценами на избыточные для них функционалы продуктов (так называемые *overserved customers*) – следствие роста конкуренции по качеству на зрелых рынках.

Наиболее очевидны импликации для инклюзивного роста. По разным оценкам, до 38% всего взрослого населения Земли, 1,5-2 млрд. человек²³⁷, до сих пор не имеют доступа к традиционным финансовым, прежде всего банковским услугам – несмотря на быстрый рост числа банковских счетов. В первую очередь, речь идет о бедных и беднейших странах, но также об удаленных районах развитых и быстрорастущих государствах. Здесь часто отсутствуют не только традиционные банковские структуры или иные финансовые институты, но и простые технические решения, такие как банкоматы – в силу нерентабельности, экономических и политических рисков, низкой финансовой культуры населения и пр. Теневой же сектор и семейные микрофинансовые организации не способны адекватно удовлетворить ни потребности, ни реальный спрос.

Но и в тех случаях, где финансовые услуги уже вошли в жизнь потребителей из развивающихся стран, удобство и экономические эффекты сдерживаются различными факторами. Характерный пример дают международные переводы денег, популярные среди различных групп населения развивающихся и переходных экономик (средства, полученные от родственников-мигрантов, работающих за рубежом). Хотя они активно используются указанными потребителями, назвать их оптимальными сложно за счет наличия не очень большой, но заметной комиссии платежных систем, затрат на проезд к офисам подобных компаний и иных проблем.

Отсутствие доступных финансовых услуг создает существенные сложности для реализации хозяйственного потенциала указанных групп населения, региональной экономики и целых государств, преодоления бедности, а также ограничивает потребление товаров и различных сервисов, особенно в сфере B2B, даже там, где для этого есть объективные экономические условия. Не вписываясь в традиционную банковскую модель, эти люди и компании были и остаются мощнейшим резервом роста финансового сектора. Первично, в 1990-2000-х годах, охват данной категории потребителей финансовыми услугами шел по пути микрофинансирования, в частности, микрокредитования²³⁸ и иных продуктовых

²³⁷ См.: Kunt A.D., Klapper L. et al. The Global Findex Database 2014. Measuring Financial Inclusion around the World // World Bank Group. Development Research Group. Finance and Private Sector Development Team. Policy Research Working Paper No.7255. April 2015. (<http://documents.worldbank.org/curated/en/187761468179367706/pdf/WPS7255.pdf#page=3>). P. 4-6; Chu A.B. Chapter 6. Mobile Technology and Financial Inclusion. In: Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion. Vol. 1 / Ed. by: Kuo Chuen D.L. and Deng R.H. – London etc.: Elsevier, 2018. P. 131-133.

²³⁸ См. о феномене, например: The New Microfinance Handbook. A Financial Market System Perspective / ed. by Ledgerwood J. et al. – N.Y.: International Bank for Reconstruction and Development / The World

инноваций на основе традиционных технологических платформ. Однако со второй половины 2000-х годов новые цифровые технологии радикально расширили возможности существующих и новых финансовых институтов обеспечить этот потенциально огромный спрос²³⁹.

Неудивительно, что инвестиционная активность в сфере финтеха в последние годы кратно возросла. В частности, по оценкам KPMG, в 2015 г., рекордном по объему привлеченных средств в данную сферу, совокупный объем сделок составил 34,1 млрд. долл., а венчурных инвестиций – около 12,5 млрд. долл. Несмотря на падение значений в 2016 г. по внешним причинам (замедление КНР, «Брекзит», победа Д. Трампа и пр.), они остаются значимыми: объем сделок составил 11,2 млрд. долл., венчурных инвестиций – 13,6 млрд.²⁴⁰

Онлайн финансовые услуги

Развитие финансовых услуг в Интернете (первоначально платежных систем), а затем и мобильных платежей и банкинга обеспечило новые возможности охвата финансовыми услугами полярных категорий клиентов. С одной стороны, как уже отмечалось, находилась интернет-молодежь, не желающая связываться со «скучными» и неудобным банками и «бумажными» платежами. С другой – бедные и беднейшие слои развивающихся стран, а также мигранты и малообеспеченные слои населения, для которых существующие финансовые услуги оказались по разным причинам неудобны или дороги. Заметим, что не всегда речь идет о формировании принципиально новых решений и платформ: в частности, финтех позволил наполнить новым смыслом и группы взаимопомощи (Self-Help Groups²⁴¹) в развитых странах.

Ранний период развития интернет-технологий в сфере потребительских финансовых услуг и связанных с ними бизнес-моделей относится к концу 1990-х годов и реализовывался, прежде всего, в США. Первым по-настоящему успешным стартапом в данной сфере стал PayPal²⁴². Мобильный банкинг стартовал несколько позже, к середине-концу 2000-х годов, и сразу оказался представлен как так называемыми «бережливными» (frugal) и инклюзивными инновациями, так и проектами крупного банковского сектора.

Bank, 2013 (<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/12272/9780821389270.pdf>). P. 271-295; Africa's mobile economic revolution // The Guardian. 2011 (<https://www.theguardian.com/technology/2011/jul/24/mobile-phones-africa-microfinance-farming>); How Tala Mobile Is Using Phone Data To Revolutionize Microfinance // Forbes. 2016. August 29 (<http://www.forbes.com/sites/forbestreptalks/2016/08/29/how-tala-mobile-is-using-phone-data-to-revolutionize-microfinance/#3a836eb611e2>); Yousif F. et al. Best Practices in Mobile Microfinance // Grameen Foundation. 2016 (http://www.imtfti.uci.edu/files/grameen_microfinance_white_paper.pdf); Liñares-Zegarra J., Wilson J.O.S. The size and growth of microfinance institutions // The British Accounting Review. Available online 2 December 2017 (<https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.006>).

²³⁹ Shemkus S. Startups are bringing mobile banking to remote villages // The Guardian. 2015. June 4 (<https://www.theguardian.com/sustainable-business/2015/jun/04/world-remit-do-pay-financial-services-western-union-world-bank>).

²⁴⁰ The Pulse of Fintech Q4 2016. Global analysis of investment in Fintech // KPMG. 2017. February 21 (<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/02/pulse-of-fintech-q4-2016.pdf>). P. 4, 7, 9, 11; State of Blockchain Q1 2016: Blockchain Funding Overtakes Bitcoin // CoinDesk, 2016 (<http://www.coindesk.com/state-of-blockchain-q1-2016/>); Новые финансовые технологии // Глобальные технологические тренды. Информационный бюллетень. 2016. Трендлеттер №11. Институт статистических исследований и экономики знаний (ИСИЭЗ) Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (<https://issek.hse.ru/trendletter/news/197551098.html>).

²⁴¹ The New Microfinance Handbook. P. 162-168.

²⁴² См., например, книгу основателя PayPal: Тиль П. Мастерс Б. От нуля к единице. Как создать стартап, который изменит будущее. – М.: Альпина Паблишер, 2017.

Наиболее известным кейсом бережливых и инклюзивных инноваций в сфере мобильного и интернет-банкинга считается кенийская M-Pesa²⁴³, которая получила международное распространение как в ряде африканских стран, так и частично за пределами Африканского континента²⁴⁴.

Во втором сегменте представлена достаточно разнообразная когорта игроков. К числу пионеров процесса следует отнести крупные существующие банки, которые стали одними из лидеров специализированных сегментов ИТ-рынков и в целом максимально информатизировались²⁴⁵, но также и новые банковские структуры. В последнем отношении достаточно интересен феномен «Тинькофф банка» (в силу специфики российской экономики пока остается, увы, локальным явлением).

По-настоящему подрывной потенциал технологии реализуется за счет новых финансовых институтов: специализированных финансовых платформ или финансовых решений торговых сетей, а также альянсов мобильных операторов с небанковскими финансовыми структурами или малыми и средними банками. Потенциал этого сегмента (не считая M-Pesa) был создан в развитых странах еще в 2000-х годах. В частности, можно указать на поглощение PayPal компанией eBay в 2002 г., вхождение в 2009 г. на рынки мобильных финансов «Nokia» (тогда еще бывшей лидером рынка²⁴⁶) и пр. Однако по технологическим и экономическим причинам новое качество развитие было достигнуто позднее. Одним из флагманов в данном отношении можно считать систему AliPay, принадлежащую гиганту китайской – а ныне и международной – торговли, группе «Alibaba Group». Показательно, что только в КНР, по данным китайского Центрального банка, за 2016 г. с помощью небанковских онлайн-платежных систем (прежде всего, AliPay) было совершено 47 млрд. транзакций на общую сумму в 3,9 трлн. долл.²⁴⁷

Технологии распределенных реестров

Одним из наиболее существенных изменений в сфере финтеха называют технологию распределенных реестров, известную как блокчейн. Блокчейн стал, по большому счету, неожиданностью для традиционного банкинга, хотя с функциональной точки зрения он полностью согласовывался с тенденциями развития финансового сектора. В частности, речь идет о потребности экономики в росте электронных транзакций и замены громоздких и не всегда безопасных электронных безналичных платежей по банковским картам и межбанковским сетям на более совершенную и безопасную технологию. Историю формирования спроса на подобные технологии можно проследить к концу 1990-х годов. Так, еще в 1999 г. нобелевский лауреат Милтон Фридман в одном из своих резонансных интервью утверждал: «Одна вещь, которой нам не хватает, но которая в скором времени будет разработана – это надежные электронные деньги, метод, с помощью которого в Интернете можно будет переводить средства от А к Б, даже если А и Б незнакомы, –

²⁴³ См.: Ndung'u N. Chapter 3 – The M-Pesa Technological Revolution for Financial Services in Kenya: A Platform for Financial Inclusion. In: Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion, Vol. 1. P. 37–56.

²⁴⁴ См.: Monks K. M-Pesa: Kenya's mobile money success story turns 10 // CNN. 2017. February 24 (<http://edition.cnn.com/2017/02/21/africa/mpesa-10th-anniversary/index.html>); Shemkus S. Op. cit.

²⁴⁵ Очень показательна в этом отношении несколько гиперболизированная, но в целом справедливая позиция Г.О. Грефа и его окружения по данному вопросу: Первый зампред Сбербанка – РБК: «Сбербанк — это, по сути, ИТ-компания» // РБК. 2015. 23 июня (<https://www.rbc.ru/interview/finances/23/06/2015/55780ea19a7947012cada5fe>); Биятов Е. Сбербанк стал крупнейшей ИТ-компанией в России, заявил Греф // РИА Новости. 2017. 7 сентября (<https://ria.ru/economy/20170907/1502030427.html>).

²⁴⁶ Gelles D. Nokia to offer mobile payment system // Financial Times. 2009. August 27 (<https://www.ft.com/content/32be625a-928f-11de-b63b-00144feabdc0>).

²⁴⁷ Ye J. Big banks on notice that they're losing ground to China's fintech giants // South China Morning Post. 2017. August 9 (Updated 2017. August 11, <http://www.scmp.com/business/companies/article/2106105/big-banks-fear-theyre-losing-ground-chinas-fintech-giants>).

метод, благодаря которому я могу взять 20 долларов и передать их вам, а вы их получите, даже не зная, кто я»²⁴⁸.

Первой реализацией функции стали системы перевода и платежей, такие как PayPal, однако они лишь частично (преимущественно для потребительского спроса) удовлетворяли интересы рынка, не отвечая на спрос финансовых институтов. Блокчейн же, каккратно более безопасная технология, обеспечивающая к тому же высокую скорость и сложность операций, стал по-настоящему прорывным решением. Как следствие, технология привлекла внимание и была поддержана не только технологически грамотными ранними пользователями, но и, после некоторой паузы, крупными финансовыми институтами, которые постепенно выдвигаются на передовые позиции в структуре инвесторов и пользователей блокчейн²⁴⁹ (см. рис. 7.1). Это, прежде всего, крупнейшие банки – такие, как «Goldman Sachs», «City», «Deutsche Bank» или «HSBC», для которых технология интересна сразу по нескольким причинам, включая безопасные межбанковские операции. Активно работают с блокчейн-стартапами и технологиями и такие игроки, как Nasdaq, New York Stock Exchange, а также VISA и MasterCard.

Источник: The March of Financial Services Giants into Bitcoin and Blockchain Startups in One Chart // CBInsights. 2017. February 19 (<https://www.cbinsights.com/blog/financial-services-corporate-blockchain-investments/>).

Рисунок 7.1. Даты старта инвестирования крупных финансовых институтов в блокчейн-стартапы

Внимательно наблюдают за ситуацией и государственные органы, как регуляторы²⁵⁰, так и центральные банки. С одной стороны, США, Япония, Сингапур и ряд иных стран предприняли первые шаги к регулированию рынка криптовалют, с другой, стали прорабатывать вопросы использования блокчейн-технологий в

²⁴⁸ Milton Friedman interview, 1999 (<https://www.youtube.com/watch?v=6MnQJFEVY7s>).

²⁴⁹ 13 more banks just joined the finance 'dream team' working on bitcoin's blockchain // Business Insider. 2015. September 29 (<http://uk.businessinsider.com/13-new-banks-join-r3-blockchain-coalition-2015-9>); Давидюк Р. Блокчейн для банков: как виртуальные деньги меняют финансовый рынок // Forbes. 2016. 8 марта (<http://www.forbes.ru/mneniya/idei/317383-blokchein-dlya-bankov-kak-virtualnye-dengi-menyayut-finansovyi-rynok>); The March of Financial Services Giants into Bitcoin and Blockchain Startups in One Chart // CBInsights. 2017. February 19 (<https://www.cbinsights.com/blog/financial-services-corporate-blockchain-investments/>).

²⁵⁰ См., например, ряд отчетов департамента науки и правительства Великобритании: FinTech Futures. The UK as a World Leader in Financial Technologies // A report by the UK Government Chief Scientific Adviser, 2016 (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/413095/gs-15-3-fintech-futures.pdf).

интересах государственных финансов. В частности, введение электронных денег (не путать с электронными безналичными платежами!) на основе технологий блокчейн рассматривается целым рядом центральных банков развитых экономик среднего масштаба (Канада и Швеция)²⁵¹, а обсуждается центральными банками КНР, России и иных стран и даже отдельных регионов (например, Англии)²⁵².

Отдельным вопросом является появление интернет-квазивалют – цифровых суррогатов денег, а также токенов/коинов – суррогатов ценных бумаг на основе блокчейн-технологий, в основном биткоинов и так называемых «эфиров» (Ethereum). В первом случае речь идет о достаточно специфическом инструменте, на данный момент получившем широкое распространение за счет возможности реализации на его основе целого ряда блокчейн-решений, а равно и благодаря его актуализации как рискованной высокодоходной инвестиции. В случае с токенами/коинами (хотя границы носят крайне условный характер) феномен стал специфическим решением для поддержки краудфандинговых инструментов. За счет токенов/коинов осуществляется привлечение средств, в частности, в инновационные проекты и активы, хотя потенциальный круг применений много шире.

Как следствие, к настоящему времени на рынке представлен целый класс блокчейн-решений и более сотни криптовалют. Они используются в P2P операциях между индивидуальными потребителями и между юридическими лицами.

Инвестиции в блокчейн-стартапы постоянно растут (пик пришелся на 2015 г.)²⁵³. Наиболее показательна ситуация на рынке биткоинов. По некоторым оценкам, вложения в биткоины уже сопоставимы с венчурными инвестициями в развитие интернет-технологий в середине 1990-х годов (786 млн. долл. в 2015 г. против 639 млн. долл. в 1996 г. в текущих ценах), а темпы их прироста – на 25% выше, чем в интернет-стартапы в тот же период²⁵⁴.

Иллюстративна и динамика развития рынка токенов/коинов и ICO. Совокупный объем привлеченных инвестиций только с января по сентябрь 2017 г. составил около 1,7 млрд. долл.²⁵⁵ Причем к середине третьего квартала года появились первые коинные/токенные компании-«единороги» (то есть стартапы с капитализацией более 1 млрд. долл.)²⁵⁶. И это несмотря на ограничения и запреты, введенные регуляторами в США, КНР, России и ряда иных стран в 2017 г.

Долевая экономика

Одним из актуальных технологических трендов, связанных с финансами, являются так называемый цифровой шеринг или пуллинг – совместное пользование различных активов (долевая экономика). Несмотря на то, что формально подобные системы не относятся к финтеху, де-факто наблюдается синергия технологий, где

²⁵¹ Skingsley: Should the Riksbank issue e-krona? // Sveriges Riksbank. 2016. November 16 (<http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Speeches/2016/Skingsley-Should-the-Riksbank-issue-e-krona/>); Sweden's Riksbank eyes digital currency // Financial Times. 2016. November 15 (<https://www.ft.com/content/0e37795c-ab33-11e6-9cb3-bb8207902122>); Canada Has Been Experimenting With A Digital Fiat Currency Called CAD-COIN // Forbes. 2016 (<http://www.forbes.com/sites/laurashin/2016/06/16/canada-has-been-experimenting-with-a-digital-fiat-currency-called-cad-coin/#37efddff1b0c>).

²⁵² Central Banks Explore Blockchains: Why Digital Dollars, Pounds Or Yuan Could Be A Reality In 5 Years // Forbes. 2016. October 12 (<http://www.forbes.com/sites/laurashin/2016/10/12/central-banks-explore-blockchains-why-digital-dollars-pounds-or-yuan-could-be-a-reality-in-5-years/#145ba6776d87>).

²⁵³ The Pulse of Fintech Q4 2016. P. 23; PwC Expert: \$1.4 Billion Invested in Blockchain in 2016 // CCN. 2016. November 9 (<https://www.ccn.com/pwc-expert-1-4-billion-invested-blockchain-2016/>).

²⁵⁴ Cuthbertson A. Bitcoin growing 25% faster than the internet in its early year // International Business Times. 2015. July 27 (<http://www.ibtimes.co.uk/bitcoin-growing-25-faster-internet-its-early-years-1512717>).

²⁵⁵ Russell J. The first ICO unicorns are here // Tech Crunch. 2017. August 31 (<https://techcrunch.com/2017/08/31/the-first-ico-unicorns-are-here/>).

²⁵⁶ Russell J. ICO funding hit a record \$800 million in Q2 2017 // Tech Crunch. 2017. September 7 (<https://techcrunch.com/2017/09/07/ico-report-q2-coindesk/>).

онлайн-платежные системы оказываются естественным дополнением ИКТ-платформ, обеспечивающих шеринг/пуллинг, и условием их реализации как коммерческих продуктов. Можно выделить три основных типа совместного пользования. К первому относятся системы продуктовых услуг, которые позволяют их участникам совместно пользоваться продуктами, находящимися в собственности компаний или частных лиц. К примерам таких систем относятся каршеринговые компании, компании транспортного сектора, реализующие принцип попутчика (Uber, GettTaxi и пр.), платформы отпускного жилья (Airbnb), шеринга велосипедов Ofo и Mobike и т.д. Второй тип представляют рынки перераспределения, то есть социальные системы, которые позволяют физическим лицам находить друг друга и перераспределять находящиеся у них в собственности материальные блага. Есть и третий тип совместного пользования – кооперативный образ жизни, при котором люди разделяют интересы друг друга и помогают друг другу с менее осязаемыми активами вроде денег, времени и пространства.

Заметим, что на перспективу долевая экономика, вероятно, будет тесно связана с феноменом криптовалют, которые имеют высокие шансы стать одним из значимых инструментов обслуживания шеринга и обеспечивающей активности (например, крипто-бонусы для наиболее активных «шереров»).

Сколько-нибудь значимых оценок рынка или тем более экономических эффектов подобных систем не существует, однако есть данные статистики использования. Например, по сведениям Uber, в месяц сервисом пользуются до 40 млн. клиентов по всему миру (конец 2016 г.), Airbnb утверждает, что сервис обеспечил жильем более чем 200 млн. гостей (декабрь 2017 г.)²⁵⁷. Причем мы наблюдаем устойчивый рост клиентской базы.

Важно отметить, что при не всегда однозначных финансовых показателях шеринговых/пулинговых компаний²⁵⁸ системы явно только вступают в пору своего расцвета. Драйверами развития выступают как экономические, так и ценностные факторы. Речь идет о преодолении недопотребления малообеспеченных слоев населения, расширении использования теми или иными услугами социальных групп, которые раньше не могли себе это позволить по экономическим или техническим причинам. Социально-демографические изменения, в том числе размывание среднего класса и иные процессы, влияющие на уровень благосостояния и доходы населения, будут только стимулировать долевую экономику.

В ценностном отношении очевидным драйвером выступает усиление «зеленой» культуры и экологических настроений среди населения как развитых, так и части быстрорастущих экономик. Долевая экономика оказывается более эффективным и лояльным к природе способом потребления при формальном сохранении уровня использования тех или иных материальных благ.

Финтех и инфляция

Аргументы в пользу того, что финансовые инновации и технологические изменения влияют на денежный спрос, рассматриваются в научной литературе уже

²⁵⁷ Kokalitcheva K. Uber Now Has 40 Million Monthly Riders Worldwide // Fortune. 2016. October 20 (<http://fortune.com/2016/10/20/uber-app-riders/>); О нас. Сервис Airbnb. Официальный сайт (<https://www.airbnb.ru/about/about-us>).

²⁵⁸ Очень характерна ситуация, сложившаяся на рынке шеринга велосипедов в КНР, который с 2016 г. показывает повышенные темпы роста и привлекает многомиллиардные инвестиции, однако, как и ряд иных сервисов, рентабельность сервисов неоднозначна. См.: China's bicycle-sharing giants are still trying to make money // The Economist. 2017. November 25 (<https://www.economist.com/news/business/21731675-one-answer-would-be-ofo-and-mobike-merge-chinas-bicycle-sharing-giants-are-still-trying>); Minter A. China's Bike-Sharing Bust // Bloomberg View. 2017. November 24 (<https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-11-24/china-s-communist-party-needs-to-save-bike-sharing>).

несколько десятилетий. Так, Герли и Шоу в своих работах 1955 и 1960 гг. утверждали, что появление заместителей денег делает спрос на деньги более эластичным. Между тем, на данном уровне развития финансовых технологий и сервисов вопрос о влиянии финтех на инфляционные процессы все еще носит неопределенный характер.

Мобильные и интернет-финансовые услуги действительно создают условия роста экономической активности, что отражается на объеме денежной массы (в ее электронной форме) в экономике, а также существенно меняют скорость и сам характер их обращения. Пока из-за невысокого уровня распространения и секторального характера использования (по сравнению с обычными денежными операциями), а также специфики самих цифровых финансовых систем их влияние на инфляционные процессы не прослеживается²⁵⁹. Однако в обозримой перспективе ситуация может существенно измениться. Тем более это верно для развивающихся стран с их потенциально существенным спросом на финансовые услуги. Показательно, ряд экспертов еще в начале 2010-х годов высказывал опасения относительно влияния мобильных и интернет-финансов, а также сопутствующих решений на инфляционные процессы в развивающихся экономиках²⁶⁰.

Потенциал влияния цифровых финансовых услуг на инфляцию еще более реален в условиях дальнейшего перехода денег в цифровую форму. Речь идет о национальных электронных валютах и мировых деньгах, а также связанных с ними цифровых финансовых активах и возможных суррогатных цифровых продуктах. Поскольку электронные деньги имеют меньшую стоимость конверсии, а блокчейн снижает потребность в посредниках и системах обеспечения безопасности, активность глобальных финансовых операций может возрасти. По тем же причинам растет и число новых игроков на финансовых рынках, от торговых площадок до мобильных операторов²⁶¹, что, опять же, меняет характер движения денег в экономике, и, видимо, ведет к росту инфляционных процессов, стимулируя спрос.

Тесно связана с этими вопросами *цифровизация государственных финансов*. За счет блокчейн в сочетании с прочими инновациями в сфере финансовых технологий могут быть изменены параметры системы государственных контрактов, межрегиональные трансферты, субсидии и субвенции правительств. Речь идет об упрощении всей системы, включая возможный частичный отказ от использования банков-посредников, кратном снижении стоимости транзакций, отказе от системы временных интервалов выплат («концентрация» выплат в определенные периоды года), а также росте адресности мер (возможность отследить движение буквально каждой денежной единицы).

Заметим, что блокчейн дает также уникальную возможность реализации политики государства по контролю за инфляцией. С одной стороны, цифровые

²⁵⁹ Показательно, что хотя данная тематика эпизодически обсуждалась в экспертной литературе и специализированных СМИ, серьезно в научных публикациях и аналитических работах крупнейших финансовых институтов и специализированных изданий она не рассматривалась. См.: Inflation Dynamics in selected East African countries...; Aron J., Muellbauer J., Sebudde R. Inflation forecasting models for Uganda: is mobile money relevant? // CSAE Working Paper WPS/2015-17. 2015. June 30 (<http://www.csae.ox.ac.uk/materials/papers/csae-wps-2015-17.pdf>).

²⁶⁰ См., например: Inflation Dynamics in selected East African countries: Ethiopia, Kenya, Tanzania and Uganda // AfDB Brief. African Development Bank. 2011 (<https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/07022012Inflation%20East%20Africa%20-%20ENG%20-%20Internal.pdf>). P. 12-13.

²⁶¹ Существует даже достаточно маргинальная точка зрения, что блокчейн (за счет онлайн-кредитования – включая P2P-операции, краудфандинга и пр.) частично или полностью элиминирует потребность в обычных банковских структурах. Метафорой данной идеи можно считать слова Г.О. Грефа о том, что конкурентами банков являются не другие банки, а Google, Facebook и подобные им компании. См., например: Севостьянов С. Греф: современный банк должен конкурировать с Google или Facebook // ТАСС. 2015. 19 января (<http://tass.ru/ekonomika/3954234>).

технологии, несмотря на нередко акцентируемую анонимность, де-факто создают беспрецедентные возможности мониторинга движения денег в экономике и, соответственно, оценки необходимых мер государственного вмешательства. С другой, речь идет о новых инструментах фискальной политики, включая давние идеи экономистов о так называемых «вертолетных деньгах»²⁶², в том числе с отказом от посреднических функций банков. Заметим, что сама идея вертолетных денег или их субститутов, впервые высказанная еще в 1969 г. М. Фридманом²⁶³, стала в последнее время вновь обсуждаться экспертами и профессиональными кругами в связи со сложностями реализации финансовых интервенций в условиях кризиса и стагнации²⁶⁴. Применительно к блокчейн речь идет о целевых субсидиях или прямом кредитовании граждан со стороны центральных банков и иных госструктур с целью стимулирования спроса.

Наконец, потенциально влияние цифровых технологий на инфляцию связано также с будущностью рынков цифровых суррогатов ценных бумаг и иных активов (токены и коины, впоследствии возможны иные) – тем более, что они априори носят более глобальный характер и доступны большему числу игроков, создавая условия формирования «пузырей».

Однако остается неизвестным, не будет ли вышеуказанный инфляционный потенциал компенсирован дефляционными процессами, связанными с иными инновациями цифровых технологий.

Например, как отмечается в главах 1 и 8, цифровые и многие иные инновации и технологии ведут к снижению цен, особенно на стороне промышленных товаров. В настоящее время речь идет о росте конкуренции благодаря глобальным онлайн-торговым платформам и, шире, Интернет-торговле, логистическим системам, ресурсосберегающим технологиям и пр. В будущем к этому может добавиться относительное снижение цен на энергию за счет появления «умных» решений и массовой дешевой альтернативной энергетики. Но и в сфере услуг – даже неторгуемых – наблюдается рост конкуренции и автоматизация, что играет скорее в пользу дефляционных ожиданий.

Аналогичным образом, неоднозначно влияние инноваций и передовых технологий, особенно цифровых, на занятость, оплату труда и, шире, доходы домохозяйств – а, значит, и на спрос.

Говоря более узко о цифровых финансах и ассоциированных решениях, потенциал дефляционных процессов здесь связан с распространением шеринга. Впрочем, объем подобных операций вряд ли может быть велик и, в любом случае, они будут иметь некоторый денежный эквивалент – кроме ситуации формирования цифровых коммун или по-настоящему массового «экологического спроса», что в обозримой перспективе маловероятно.

Не вполне очевиден инфляционный потенциал криптовалют и вообще их влияние на финансовую систему в перспективе. Претензии криптовалют на роль мировых денег, средства обращения и платежа, а также накопления выглядят пока

²⁶² Идея использования блокчейн для реализации концепции «вертолетных денег» была предложена в 2015 г. экспертами крупного британского банка «HSBC»: HSBC says the blockchain could be used for 'helicopter money' // Business Insider. 2015 (<http://uk.businessinsider.com/hsbc-says-the-blockchain-could-be-used-for-radical-central-bank-helicopter-money-policies-2015-11>).

²⁶³ Friedman, M. The Optimum Quantity of Money // The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine Publishing Company, 1969. P. 4.

²⁶⁴ Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club. – Washington, D.C., 2002. November 21 (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>; Milton Friedman's 'Helicopter Money' Is Looking Less Crazy // Bloomberg. 2016 (<https://origin-www.bloombergview.com/articles/2016-03-22/friedman-s-money-dropping-helicopter-gains-speed>).

что совершенно несостоятельными. Пока что их, скорее, можно соотнести, соответственно, с системами электронных переводов, банковскими чеками, а в части накопления – с некоторыми категориями рискованных ценных бумаг, объектами искусства и иными специфическими объектами инвестиций. В конечном счете, криптовалюты как раз существуют в силу того, что их ценность может быть выражена в денежном эквиваленте, тогда как сценарии формирования «двойной» денежной системы или тем более вытеснение классических денег (в электронной или бумажной форме) выглядят маловероятными.

Другой вопрос, что, судя по всему, некоторая роль для криптовалют в будущей финансовой системе все же есть. Помимо специфических категорий пользователей, интерес к ним может быть поддержан некоторыми экономическими субъектами, особенно связанными с глобальными торговыми и производственными операциями. Новые криптовалюты могут создаваться финансовыми институтами, компаниями и даже сообществами. Банками – для взаимных клиринговых операций, транснациональными компаниями – для обеспечения внутрикорпоративного движения средств, инвестиционными организациями – для сбора средств, виртуальными сообществами – для перераспределения благ, торговыми площадками и иными компаниями – для стимулирования лояльности потребителей и усиления собственных рыночных позиций и пр. Заметим, что в ситуации быстрой кластеризации крупных социальных групп и групп по интересам (особенно – ИКТ-сообщества), а также иных объединений, частичный переход к оплате ряда местных транзакций («внутренние» обоюдные услуги участников сообщества) на такие квазивалюты более чем вероятен, в том числе как фактор воспроизводства субкультур.

Но хотя блокчейн-энтузиасты говорят о формировании параллельного или альтернативного финансового сектора, даже в условиях относительно массового появления цифровых эмиссионных центров это не кажется разумным ни с экономической, ни с функциональной точек зрения. Другой вопрос, что подобные суррогаты могут, опять же, изменить скорость и характер движения денежных средств в экономике (так, Герли и Шоу в своих работах еще 1955 и 1960 гг. утверждали, что появление заместителей денег делает спрос на деньги более эластичным), что уже может иметь предметное воздействие на инфляционные процессы как на национальном, так и, особенно, на глобальном уровне.

Неопределенным фактором развития финтеха и его влияния на инфляцию является и то, что может быть интерпретировано как постепенное изменение восприятия денег как специфического товара. Опуская несколько абсурдные идеи экономики «нулевых маргинальных издержек»²⁶⁵ и т.п. построения, целый ряд благ перестает иметь в глазах потребителя стоимостное выражение, что, в том числе, подпитывается цифровыми суррогатами денег. Если этот процесс получит серьезное распространение, мы будем наблюдать действительно значимые перемены, органической частью которых станут и инфляционные процессы.

Важно отметить, что описанные тренды в огромной степени будут зависеть от реакции регуляторов на происходящие изменения, поэтому потенциальное влияние развития финансовых технологий на инфляцию в среднесрочной перспективе будет опираться на парадигмы действующих финансовых агентов и, в первую очередь, регуляторов (ФРС США и центральные банки иных крупных финансовых держав), в первую очередь, ФРС США и центральных банков иных крупных финансовых держав.

²⁶⁵ См.: Rifkin J. The Zero Marginal Cost Society. – N.Y.: Palgrave McMillan, 2014.

Глава 8. Эволюция системы государственного регулирования цен

Одним из сложнейших вопросов современной экономической политики государства является управление инфляцией и повышение его эффективности, сокращение инфляционного потенциала в периоды роста цен и его наращивание во времена их падения. Ценовая политика становится одной из самых важных сфер экономической деятельности государства. Его цель сделать инфляцию умеренной, контролируемой, не допустить разрушительных ее масштабов, обеспечить долгосрочную ценовую стабильность, предсказуемость инфляционной динамики для населения и бизнеса.

Достижение этой цели затрудняет разнонаправленное движение цен. Осуществляя монетарную политику, регуляторы исходят из динамики потребительских цен. Между тем показатель инфляции (дефляции) в широком смысле включает в себя не только потребительские цены, но и цены производителей, цены сырьевых товаров и – что чрезвычайно важно – цены акций, облигаций, а также недвижимости. В посткризисное десятилетие в отличие от понижательной тенденции в движении потребительских цен, цены реальных и финансовых активов росли. Индикатор инфляции, принимающий во внимание стоимость этих активов как часть стоимости жизни, имеет более высокую корреляцию с бизнес-циклами и лучше определяет циклические поворотные точки в динамике базовой инфляции²⁶⁶.

Регулирование инфляции необходимо для снижения макроэкономической нестабильности, относительной стабилизации цен, сглаживания их неравномерного роста по товарным группам, выравнивания норм прибыли и уровней оплаты труда по отраслям, сдерживания нерационального перераспределения ресурсов между секторами хозяйства, снижения имущественного неравенства и негативных социальных последствий роста (или снижения) цен²⁶⁷. Важным аргументом в пользу управления инфляцией является необходимость наращивания социального потенциала экономики, повышения качества человеческого капитала.

Каждая инфляция специфична и предполагает применение комплекса таких мер, которые учитывают ее особенности. Методы регулирования цен, денежного обращения и финансов, различаются в зависимости от вида инфляционных процессов, динамики цен – дефляции, дезинфляции, стагфляции (повышающейся инфляции в условиях падения производства). В конечном итоге особенности политики стабилизации цен зависят от характера инфляции и от факторов (причин), которые лежат в ее основе, – денежных (монетарных) и неденежных (имеющих преимущественно структурный характер), кредитных, финансовых, тарифно-ценовых, роста заработной платы и доходов, внешних факторов инфляции (в том числе валютных). Практически действует не одна, а комплекс причин и взаимосвязанных факторов. Методы управления инфляционным процессом обычно осуществляются в рамках общей макроэкономической политики, постоянно уточняются и корректируются.

Управление инфляционными процессами сопряжено с решением сложных проблем, далеко выходящих за рамки продолжительного роста или падения цен. Во-первых, реализация задачи обеспечения стабильности цен и их умеренного роста нередко приходит в конфликт с необходимостью достижения других целей политики – обеспечения устойчивого экономического роста, поддержания полной занятости,

²⁶⁶ К такому выводу пришли аналитики Федерального резервного банка Нью-Йорка (<http://www.vestifinance.ru/articles/94878>).

²⁶⁷ Красавина Л.Н. Актуальные проблемы инфляции и ее регулирования в России: системный подход // Деньги и кредит. 2011. №3. С. 19-28.

внешнеэкономического равновесия. При достижении одной цели зачастую приходится мириться с тем, что задачи регулирования цен решаются лишь частично либо не решаются вовсе.

Во-вторых, различные виды инфляции в зависимости от лежащих в их основе факторов требуют разных методов управления ценами. В этих условиях на передний план выходит выбор оптимального сочетания разных методов регулирования инфляции с учетом ее «цены» для экономики. Осуществляется переход от отдельных мер к комплексным программам управления инфляцией. Его появление обусловлено среди прочего многофакторной природой современной инфляции.

В-третьих, в посткризисный период государство балансирует между приверженностью к невмешательству в хозяйственную сферу и обеспечением стабильного роста экономики и благосостояния граждан. В этих условиях принципиальное значение для большинства стран приобретает задача построения непротиворечивой институциональной системы управления инфляцией, которая бы максимально возможно увязывала все уровни ее регулирования – государственный, корпоративный и рыночный. Специфика такого механизма отражает и национальные особенности регулирования / дерегулирования экономики, и общие процессы либерализации и протекционизма, происходящие на мировом рынке.

Наконец, эффективность управления инфляционным процессом зависит от того, насколько органично оно сочетает основные направления регулирования факторов инфляции: денежных и кредитных, финансовых (бюджетных, налоговых, связанных с государственным долгом), ценообразования, заработной платы и доходов, финансового рынка, внешних факторов инфляции. Универсальных рекомендаций по мерам политики для стран с различной экономикой на разных стадиях цикла не существует.

Управление инфляцией: движущие силы перемен

В последние десятилетия механизм управления инфляцией и его инструментарий претерпели существенные изменения. Возросла роль бюджетного и особенно денежно-кредитного регулирования инфляции в приоритетах государственной экономической политики. Расширены мандаты центральных банков. Управление инфляцией выходит на наднациональный уровень (в еврозоне). Наряду с комплексом традиционных мер, эффективность многих из которых в последние годы снижается, – в том числе вследствие разворачивания в мире в посткризисный период дефляционных процессов, – все шире используются новые формы, методы и инструменты контроля над инфляцией. Как свидетельствует опыт, эффективная стабилизация цен требует осуществления структурных реформ, направленных на преодоление возникающих в экономике диспропорций.

Неоднозначное воздействие на трансформацию механизма стабилизации цен оказали противоречивые тенденции в самом инфляционном процессе, вызванные изменениями в глобальном экономическом ландшафте. Речь идет, прежде всего, о смене трендов в динамике мирового производства. В первую очередь, о финансово-экономическом кризисе 2007-2009 гг. и его последствиях. Большое влияние на динамику цен и изменения в политике их регулирования оказали преобразования в воспроизводственной и отраслевой структуре национальных хозяйств и мировой экономики, усиление взаимосвязи и взаимодействия стран мира, меняющееся соотношение тенденций государственного регулирования и дерегулирования экономики, а также рост несбалансированности национальных бюджетов и обострение долговых проблем, наконец, увеличение неопределенности, повышение волатильности (изменчивости) и финансовых рисков. Впервые мир столкнулся с глобализацией самой инфляции. Все эти процессы и изменения затрудняют

контроль над инфляцией, сужают сферу свободы для финансовых регуляторов и во многих случаях снижают эффективность антиинфляционной политики. Ниже нами рассмотрены основные изменения.

Дискредитация экономических моделей, на которые опирались центральные банки при осуществлении монетарной политики. В посткризисные годы в развитых государствах и большинстве развивающихся стран фактический объем производства и занятости оказался меньше – подчас существенно, – чем выпуск при полной загрузке мощностей и занятости. Соответственно, возрос уровень безработицы. Это означало, что в экономике имеются резервные или незадействованные мощности и трудовые ресурсы из-за слабого спроса и указывало на недостаточную или низкую степень инфляционного давления. В последнее время ситуация изменилась. Даже при том, что объем производства и занятости в странах с развитой экономикой приближается к их потенциальному уровню, а безработица уменьшается, уровень инфляции остается низким. Снижение инфляции вызвало дискуссии о том, следует ли использовать кривую Филлипса, которая связывает инфляцию с безработицей. Обнаружилось, что четкой обратной зависимости между инфляцией и безработицей нет, и возможны другие варианты. Таким образом, макроэкономические модели, основанные на идее кривой Филлипса, дополненные концепцией инфляционных ожиданий, на которые на протяжении десятилетий ориентировались регуляторы, чтобы прогнозировать ценовое давление, во многом оказались дискредитированными²⁶⁸.

Структурные сдвиги в экономике, сопровождавшиеся изменениями ценовых пропорций в экономике и заметными различиями в динамике относительных цен, в том числе на основные компоненты потребительской корзины. Важнейший из этих сдвигов – дальнейшее возрастание роли сферы услуг, которая в меньшей мере подвержена воздействию инфляционных процессов, включая феномен дезинфляции, чем производственные отрасли. Этот процесс сдерживал снижение инфляции – удорожание услуг было меньше, чем рост цен на товары. Инфляция в секторе товаров более изменчива, чем в отраслях услуг²⁶⁹. Главная причина в том, что товарный сектор сильно зависит от продовольственных и энергетических цен, на которые приходится приблизительно половина товарного компонента. Цены на платные услуги для населения реагируют на проблемы в экономике с некоторым отставанием по сравнению с ценами на товары. Сказывается, в частности, сдерживание государством роста регулируемых цен и тарифов на услуги. В 2010-е годы цены на жилье во многих странах растут быстрее других статей расходов потребителей, поэтому решения регуляторов по инфляции стали больше зависеть от динамики цен на жилье и долговой нагрузки населения.

Инновационное развитие способствует снижению себестоимости товаров и инфляции. В растущем числе отраслей экономики человеческий труд вытесняется технологическими инновациями. Нововведения (автоматизация, роботизация производств) оказывают понижающее давление на уровень заработной платы. Между тем в большинстве организаций расходы на человеческий фактор составляют около 70% от общего объема операционных расходов. Кроме того, современные технологии логистики позволяют мгновенно управлять потоками готовой продукции в глобальном масштабе и легко удовлетворять локально растущий спрос, что снижает вероятность роста цен на отдельно взятом рынке. В результате инфляция спроса в торгуемых секторах становится возможна только на глобальном уровне. Наконец, гибкость современных производств дает возможность

²⁶⁸ Financial Times. 2017. October 11.

²⁶⁹ The Trade and Development Report (TDR) 2016: Structural transformation for inclusive and sustained growth. – N.Y. and Geneva: United Nations, 2016.

быстро реагировать на изменение спроса, а широчайший спектр взаимозаменяемых товаров препятствует повышению цен на отдельные их виды²⁷⁰.

В XXI веке основным фактором производства становятся знания. Для флагманов новой экономики – Google, Apple, Amazon, Facebook и других стоимость кредита на рынке в принципе не так важна, как для других компаний – капиталоемкость их бизнес-моделей крайне низка. В этих условиях усиливается тенденция к снижению эффективности монетарных методов регулирования экономического роста и инфляции.

Возрастание роли финансов (финансиализация). Если в 1980 г. глобальные финансовые активы превосходили мировой ВВП в 1,1 раза, то в 2014 г. – в 3,7 раза. В настоящее время ситуация на мировом финансовом рынке воздействует на ценообразование намного сильнее, чем в предыдущие периоды. Сжатие агрегированного спроса парадоксальным образом сосуществует сегодня с избыточной финансовой ликвидностью. Финансиализация приводит к оторванному от реальных экономических показателей быстрому повышению цен на финансовые активы (акции, облигации), его отрыву от роста потребительских цен, надуванию «пузырей». Усиливается роль виртуальных факторов в формировании важнейших ценовых пропорций. Так, объем деривативов равен 70% общемирового объема финансовых активов. Между тем это обстоятельство практически не учитывается при исчислении инфляции и установлении ориентиров денежно-кредитной политики.

Степень развития финансовых рынков и финансового сектора, являющихся значимым звеном цепочки между монетарными властями и экономическими агентами, определяет время и скорость реакции денежного рынка, а соответственно, и экономики в целом на изменение монетарной политики. Слабость финансового сектора существенно ограничивает эффективность проводимой монетарными властями политики. Повышение уровня развития финансового сектора позитивно сказывается на результатах управления инфляцией. В то же время современный механизм макропруденциального регулирования пока недостаточно эффективен.

В наибольшей мере последствия финансиализации для ценообразования проявляются в возрастании роли финансовых услуг в экономике. За последние десятилетия вклад финансовых посредников в формирование мировой экономики, измеряемый как отношение добавленной стоимости (зарплаты и прибыли), созданной в финансовом секторе, к глобальному ВВП возрос в 1,2 -2 раза. Нередко статистика развитых стран включает в финансовый сектор сделки с недвижимостью, аренду, лизинг. В этом случае доля финансов достигает трети ВВП.

Усложнению контроля над инфляцией способствовал существенный передел корпоративной структуры финансового посредничества, последовавший за финансовым кризисом 2007-2009 гг., когда банки попали под жесткий контроль со стороны почти всех ведущих стран. В активах финансового сектора снизилась доля банков – с 70% в 1980-е годы до 46% в 2013 г. Одновременно – с 30% до 54% – возрос удельный вес небанковских институтов (институциональных инвесторов) – страховых компаний, пенсионных фондов, компаний по управлению активами, на финансовом рынке появились новые игроки. Повышение роли менее регулируемых, чем банки, институциональных инвесторов, с одной стороны, увеличило эффективность трансмиссионного механизма²⁷¹. С другой, в зоне финансовых услуг расположился обширный сектор, не поддающийся формальному регулированию. Это теневая банковская сфера (фонды денежного рынка, трастовые компании, инвестиционные фонды, фонды частных инвестиций, хеджевые фонды), которая

²⁷⁰ Ведомости. 15.08.2017.

²⁷¹ IMF. Global Financial Stability Report. Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era. October 2016. Chapter 2: Monetary Policy and the Rise of Nonbank Finance (<http://www.imf.org>).

усиливает мотивы непредсказуемости на мировом финансовом рынке. На эту сферу приходится 47% совокупных активов мировой банковской системы. Склонность к рискованному, забалансовому кредитованию можно увидеть и в формальном финансовом секторе. В основном это связано с использованием инновационных и слабoreгулируемых финансовых продуктов, позволяющих коммерческим банкам обходить требования регуляторов.

Глобализация и интернационализация инфляционных процессов. По мере повышения уровня вовлеченности экономик в мировое производство, их растущего участия в глобальных цепочках добавленной стоимости²⁷², формирования мирового финансового рынка, определившего высокую степень взаимозависимости национальных финансовых рынков, усиливается синхронизация темпов ценовой динамики в ведущих странах. В этих условиях процессы национального ценообразования испытывают растущее воздействие внешних факторов. Развитие каналов международной трансмиссии денежной политики – международного денежного рынка, рынка капитала и валютного рынка – усиливает воздействие финансовых условий одних стран, прежде всего денежной политики ФРС США и в меньшей степени ЕЦБ, на другие. Ввиду высокой скорости распространения внешних финансовых шоков и силы, с которой они обычно воздействуют на рынки стран, директивным органам нередко трудно своевременно и действенно реагировать на них²⁷³. Глобализация приводит к снижению возможностей национальных регуляторов по достижению макроэкономического равновесия, к уменьшению эффективности политики стабилизации цен. Дефляционное давление из-за рубежа, в частности включение в мировую экономику производителей с низкими затратами, уменьшает результативность внутренней денежной политики²⁷⁴.

Анализируя последствия глобализации для проведения этой политики, важно иметь в виду, что глобализация ведет к расширению предложения при сохраняющейся узости спроса. Благодаря тому, что Р. Болдуин из Женевского университета называет «второй фрагментацией» производства из-за глобализации, мир полон избыточного предложения со стороны все более фрагментированных глобальных цепочек поставок. Аутсорсинг в рамках этих цепочек помогает резко повысить эластичность глобальной кривой предложения, что фундаментально меняет саму концепцию ослабления на рынках труда и товаров, а также снижает возможное влияние этих процессов на инфляцию²⁷⁵. Компании могут выбрать аутсорсинг или импортировать продукцию, а не повышать цены, если расходы на оплату труда становятся слишком большими. На этом фоне возникающий в итоге дисбаланс неизбежно становится дефляционным. В результате связь между инфляцией и ослаблением экономики оказывается разорванной, что может сильно влиять на политику центральных банков. Кроме того, глобализация обостряет конкуренцию на рынках товаров и труда (в последнее время, в том числе и в связи с ростом иммиграции) и тем самым влияет на уровень цен в сторону их снижения.

Наконец, существенные затруднения осуществлению эффективной политики цен создают изменения в условиях формирования внешнеторговых цен. В результате транснационализации производства почти половина объемов

²⁷² Auer R., Borio C., Filardo A. Global value chains and the increasingly global nature of inflation // VOX CEPRs Policy Portal. 2017. April 28.

²⁷³ Pereira da Silva L.A., Rungcharoenkitkul Ph. QE experiences and some lessons for monetary policy: defending the important role central banks have played // BIS. The Eurofi Magazine. The Eurofi High Level Seminar 2017, Malta. 2017. April 5-7.

²⁷⁴ В то же время специальные индексы, предложенные МВФ, показывают, что глобальными событиями объясняется от 20 до 40 процентов внутренних финансовых условий в различных странах, что оставляет директивным органам значительное пространство для действий.

²⁷⁵ Project Syndicate. 2017. June 26.

международной торговли приходится на внутрифирменные поставки. Стоимость множества товаров создается не в одной стране, а распределена по нескольким странам с разной валютой. Крупные компании на важных для себя целевых рынках придерживаются политики ценообразования по условиям на этих рынках, а не транслируют цены домашнего рынка через обменный курс.

Преобразование товарных активов (нефть, газ, металлы, продовольствие) в финансовые. Важным источником нарушения равновесия на рынке сырьевых товаров с начала 2000-х годов стал приход на него финансовых инвесторов. Сегодня цены на сырье во многом складываются на финансовых рынках, формируются в долларах на биржах товарных деривативов. Преобладающая часть расчетов за них также осуществляется в долларах. Усилилась корреляция цен финансовых и товарных активов на всех сегментах финансовых рынков (валютный курс, процент, курс и доходность ценных бумаг, формируемые финансовыми и товарными деривативами цены базисных активов, другие финансовые переменные).

Более синхронные подвижки цен на эти активы указывают на *ослабление роли фундаментальных факторов (запасов, спроса, предложения) в ценообразовании* на каждом из этих рынков, они действуют на цены «на экстремумах». Возрастает значение краткосрочных потрясений. В то же время распределение денежных средств и потоков капитала в мире теперь во многом обусловлено поведением основной резервной валюты и монетарными циклами США. В итоге цены на сырье синхронизировались с долларом. Усиление курса доллара связано с отрицательными движениями в стоимости активов²⁷⁶.

Углубление социального неравенства ослабляет гибкость цен при спросе и усложняет задачу контроля над инфляцией. Менее состоятельные семьи, не имея сбережений и не обладая свободным доступом к кредитам, в качестве приоритета ставят покупку предметов первой необходимости, плохо реагируя на изменение процентных ставок. Состоятельные домохозяйства, наоборот, безразличны к процентным ставкам, так как тратят слишком малую долю доходов на основные товары. В то же время семьи со средним уровнем дохода наиболее чутко относятся к изменению процентных ставок и потребительских цен, что, в свою очередь, стимулирует производителей приспосабливаться к изменениям в спросе.

Возможности использования традиционной ценовой политики более ограничены, чем в прошлом, *из-за эффекта демографических факторов; ослаблена связь между рынком труда и инфляционными ожиданиями.* С одной стороны, последние десятилетия эти факторы играли в пользу низкой инфляции: возросший приток на мировой рынок труда рабочей силы из развивающихся государств, а также высокий процент трудоспособного населения в развитых странах повышал конкуренцию за рабочие места, способствовал снижению зарплаты, замедлению инфляции и уменьшению процентных ставок. Несмотря на снижение безработицы в развитых странах, при которой зарплаты должны расти, базовая инфляция и инфляционные ожидания населения остаются низкими. С другой, растущая доля молодых людей и лиц пенсионного возраста вследствие старения населения в общем количестве населения разгоняет инфляцию – высокие расходы на них лишают центральные банки возможности добиваться повышения долгосрочных процентных ставок.

Разнонаправленность экономической политики. С начала 1990-х годов вплоть до кризиса характерной чертой экономической политики во многих развитых странах, прежде всего реализовавших англо-саксонскую модель развития, стали приватизация, дерегулирование хозяйства, сокращение государственных расходов,

²⁷⁶ Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – М.. GELEOS. 2011.

чрезмерная либерализация операций на мировом финансовом рынке. Возрастание роли рыночных регуляторов, снижение доли государственного спроса в конечном потреблении, хотя и способствовали позитивным сдвигам в экономиках, одновременно увеличили их уязвимость, поскольку сужали возможности государства для маневра. Огромные риски оказались вне должного учета. Регуляторы не могли адекватно оценивать совокупность рисков в финансовых учреждениях и корпорациях. Пошатнулась стабильность финансовых институтов, которые обеспечивают инвестирование накоплений.

Во время кризиса и в послекризисный период вовлеченность государства в экономику вновь возросла. Одним из важнейших ее направлений стала выборочная поддержка бизнеса. Усилились позиции тех финансовых институтов и отдельных промышленных корпораций, которым была оказана финансовая помощь. Национализация и рекапитализация, а также выкуп контрольных пакетов проблемных банков, предоставление гарантий по межбанковским кредитам и другие меры создали условия для передела сил внутри бизнеса и тем самым для дальнейшего усиления диспропорций в этом сегменте экономики. В экономической политике во всем мире в 2016 г. резко возросла популярность идей дерегулирования. Хотя этот пункт входит в стандартный набор рекомендаций МВФ любой стране, его включение в политическую повестку началось совсем недавно.

Увеличение государственного долга. Кризис способствовал росту глобальной задолженности. На конец сентября 2017 г. мировой долг (включая корпоративный сектор, домохозяйства, госсектор) находился на рекордно высоком уровне, составляющем 233 трлн. долл. США, или 318% мирового ВВП²⁷⁷.

Примерно две трети задолженности составляет частный долг – обязательства нефинансовых фирм и домашних хозяйств – следствие падения производства и сужения спроса на рынках. Оставшаяся часть приходится на государственный долг. В его основе увеличение бюджетного дефицита, который покрывался в основном за счет денежной эмиссии и новых заимствований. Высокие уровни долга представляют собой серьезное препятствие для развития мировой экономики, что усугубляет риск соскальзывания в спираль долга и дефляции. Но даже в отсутствие кризиса высокий уровень частного долга может усиливать дефляционные тенденции, так как заемщики с высоким уровнем задолженности в конечном счете резко сокращают свое потребление и инвестиции.

В последние годы различные страны в зависимости от поставленных приоритетов по разному подходили к решению проблем финансирования бюджетного дефицита и преодоления долгового кризиса. Одни из них уменьшали денежную массу для замедления роста цен или их снижения, повышали бюджетную дисциплину и сокращали государственные расходы, другие – увеличивали денежную массу для дефицитного финансирования бюджетных расходов, стимулировали экономический рост с использованием государственного финансирования. В первом случае создавались предпосылки для роста дефляции, во втором – инфляции.

Усиление неопределенности (в этих условиях бизнес предпочитает не тратить, а сберегать) *и непредсказуемости, а также рисков*, причем не только экономических, но и в растущей мере политических, стал важным фактором, снижающим эффективность управления инфляцией. Искаженная информация и смешанные сигналы о состоянии и перспективах рынка заставляют инвесторов кидаться из одной крайности в другую, побуждая их действовать вопреки логике и сдерживать экономический рост. Неопределенность затрудняет прогноз, а также выработку мер, призванных если не устранить, то уменьшить дисбалансы. Влияние

²⁷⁷ Global Debt Monitor. Institute of International Finance. January 2018. P. 1-2 (<https://www.iif.org>).

центральных банков на ценообразование снижается, когда рынки начинают ориентироваться на политику.

Переход к нетрадиционным методам регулирования

В настоящее время, как и до начала мирового финансового кризиса, в большинстве развитых стран и во многих развивающихся экономиках приоритетной целью монетарной политики является поддержание ценовой стабильности²⁷⁸. Такая цель, как правило, закреплена в законах о центральном банке. Для ее достижения нередко используется режим таргетирования инфляции (ТИ) – стратегии денежно-кредитной политики, направленной на защиту и обеспечение устойчивости национальной валюты и характеризующейся выбором низкой и стабильной инфляции в качестве основной цели. Если в 1990-х годах режим инфляционного таргетирования внедрялся в развитых странах, то в 2000-х годах – преимущественно в развивающихся странах. Сегодня он реализуется в 38 странах²⁷⁹. Еще около 70 государств устанавливают пределы роста цен, не используя официального ориентира по инфляции как основного инструмента денежно-кредитной политики²⁸⁰.

Распространение режима ТИ связано, в первую очередь, с развитием процессов глобализации. В условиях открытой экономики доминировавшие к концу 1980-х годов режимы денежно-кредитной политики – установление целей по различным денежным агрегатам, денежной базе или валютному курсу – столкнулись с серьезными ограничениями в проведении независимой процентной политики, позволяющей воздействовать на инфляцию и экономическую активность. Росту популярности нового монетарного режима способствовала серия валютно-финансовых кризисов в Европе в 1992 г., в Мексике – в 1994 г. и в Юго-Восточной Азии и России в 1997-1998 гг., спровоцированных спекулятивными атаками на фиксированные валютные курсы. Весомым аргументом в пользу режима таргетирования инфляции является соображение, что в динамике инфляции скрыты и изменения денежной массы (денежное предложение), и процента (они связаны), и валютного курса (особенно в странах, остро зависящих от экспорта-импорта).

Вокруг вопроса об эффективности применения ТИ в экономической литературе развернулась оживленная дискуссия. Высказываются различные, подчас противоположные точки зрения. Одни эксперты – их большинство – настаивают, что практика использования стратегии таргетирования инфляции в развитых и развивающихся странах доказала свою эффективность и жизнеспособность. По их мнению, исследования результативности ТИ указывают на снижение уровня и волатильности инфляции при переходе к данному режиму монетарной политики. Другие подвергают этот тезис сомнению, не без основания утверждая, что оценить эффективность ТИ как инструмента воздействия на уровень и динамику цен в условиях глобального тренда на снижение инфляции и процента невозможно²⁸¹.

Первая позиция исходит из того, что использование ТИ позволяет оперативно реагировать на изменение экономической ситуации, возможные новые вызовы и

²⁷⁸ В теории до сих пор отсутствует точное общепринятое определение ценовой стабильности, и поэтому центральные банки считают оптимальным снижение инфляции до такого уровня, который не вызывает беспокойства у населения, бизнеса и правительства. Консенсусное мнение состоит в том, что на благосостоянии населения негативно отражается уровень инфляции выше 3-4% и в то же время при сокращении темпов роста цен до уровня менее 2% снижаются преимущества положительного значения целевого ориентира инфляции, возрастают риски дефляции.

²⁷⁹ IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016. P. 6–7 (<http://www.imf.org>).

²⁸⁰ <http://www.centralbanknews.info>.

²⁸¹ IMF Working Paper No.17/213. 2017. September 29; Миркин Я. Лечи сложное сложным // Эксперт. 2017. №21.

шоки²⁸². Главным инструментом проведения денежной политики стали операции на открытом рынке, а таргетирование номинальных процентных ставок выступает в качестве ее промежуточной цели. Процентные ставки оказались более эффективным инструментом денежной политики, чем денежные агрегаты, потому что они обнаруживают намного более устойчивую связь с конечными целями, прежде всего уровнем инфляции²⁸³.

Транспарентность деятельности органов денежно-кредитного регулирования при переходе к инфляционному таргетированию, формируя инфляционные ожидания экономических агентов, обеспечивает эффективность данного подхода по сравнению с другими режимами монетарной политики. Режим ТИ характеризуется открытостью процесса реализации денежно-кредитной политики за счет информированности общества об основных принимаемых решениях, что повышает уровень подотчетности центральных банков и предсказуемость инфляционных процессов. Между тем доверие экономических агентов к политике денежных регуляторов является ключевым фактором успеха режима ТИ.

Стратегия ТИ представляет собой значительный прогресс в реализации антиинфляционной денежно-кредитной политики. Страны, прибегавшие к этому режиму, перенесли кризис с минимальными потерями. При этом воздействие ТИ на темпы роста выпуска зависит от скорости адаптации экономики к новому режиму денежно-кредитной политики.

Весьма актуальной задачей для центральных банков, реализующих режим ТИ, становится проблема совмещения целей по обеспечению ценовой устойчивости и финансовой стабильности. Как показало развитие кризиса, низкий и устойчивый уровень инфляции в ряде стран не гарантирует их финансовой стабильности. Отсюда важным направлением деятельности денежных властей стало усиление взаимосвязи денежно-кредитной политики и макропруденциального регулирования. Растущее внимание уделяется развитию системы финансового посредничества, особенно в развивающихся странах, его регулированию. Возрастает значение политики повышения эффективности инструментов трансмиссионного механизма – ускорения передачи сигналов денежно-кредитной политики в реальный сектор экономики. Важными задачами регуляторов становятся мониторинг на регулярной основе движения цен на рынках недвижимости и фондовых рынках, а также анализ тенденций динамики денежных агрегатов и кредитной активности в целях определения вероятности возникновения финансовых пузырей и принятия своевременных мер по их предотвращению.

Как было сказано выше, по мнению многих экспертов, эффективность ТИ не является бесспорной. Большинство стран перешли к режиму ТИ, когда уровень инфляции уже был низким. И хотя наибольший эффект она дает в странах с высокой релостью экономики, развитым финансовым сектором, среди ведущих развитых государств к этому режиму монетарной политики перешли лишь Великобритания и Япония. Большинство ЦБ этих стран – ФРС, ЕЦБ, стран ЕС вне еврозоны – использует *«прочие режимы» монетарной политики* (по классификации МВФ); для них характерна ориентация регуляторов не только на инфляционное таргетирование, но и еще на ряд целей (экономический рост, занятость и др.).

До мирового кризиса 2007-2009 гг. инфляция, особенно в развивающихся странах и государствах с переходной экономикой, нередко измерялась двузначными цифрами. В этих условиях антиинфляционная политика была в числе важнейших

²⁸² Красавина Л.Н., Пищик В.Я. Регулирование инфляции. Мировой опыт и российская практика. – М., Финансы и статистика. 2009. С. 94-95.

²⁸³ США: возможности и пределы экономического лидерства. Том I / Отв. ред. Э.В. Кириченко. – М., ИМЭМО РАН. 2016. С. 126-127.

направлений деятельности государства и его монетарных властей, а в мировой практике активно использовались оправдавшие себя в прошлом стандартные инструменты денежно-кредитной политики. С отказом многих развитых и развивающихся стран от таргетирования различных денежных агрегатов и их переходом к ТИ операционным целевым показателем денежных регуляторов, независимо от характеристик финансовых рынков и стратегии монетарной политики, стала краткосрочная процентная ставка. Широко применялись операции на открытом рынке. Повышались нормы обязательных активов. Практиковались методы селективной кредитной политики в форме льгот для приоритетных инвестиционных проектов в целях стимулирования экономического роста и снижения на этой основе темпа инфляции. Одновременно с денежно-кредитными методами для сдерживания инфляции использовались финансовые – ограничение бюджетного дефицита вплоть до его лимитирования, повышение налоговых ставок; для изъятия избыточной денежной массы практиковался выпуск госзаймов. Для сдерживания импортируемой инфляции проводилась соответствующая валютная политика. Непосредственное регулирование факторов инфляции дополнялось формированием необходимых макроэкономических условий, прежде всего структурными реформами²⁸⁴.

Кризис принципиально изменил ситуацию в сфере противодействия инфляции. Он вызвал радикальные изменения в динамике цен. Если раньше в мире преобладали инфляционные тенденции, то сейчас ключевым трендом стала дефляция, методов борьбы с которой не так много, как с инфляцией. Разумеется, в этих условиях проблема ограничения инфляции отошла на задний план. Более того, стимулирование повышения цен и предотвращение распространения дефляции стало одним из важнейших направлений экономической деятельности государства в развитых и некоторых развивающихся странах

Значительное увеличение государственных расходов в условиях снижения налоговых поступлений привело к резкому возрастанию дефицита бюджетов и госдолга в развитых и ряде развивающихся стран. В результате антиинфляционный потенциал финансовой политики – маневрирования государственными расходами и налогами в целях воздействия на платежеспособный спрос – существенно снизился.

Акцент в государственном управлении инфляционными процессами переместился в денежно-кредитную сферу²⁸⁵. Центральные банки, по мнению ряда экономистов, стали самыми влиятельными экономическими игроками на планете.

Во многих развитых странах ключевые процентные ставки были уменьшены практически до нуля, а в ряде стран введены отрицательные ставки, что ранее считалось возможным лишь теоретически. Оказавшись в ходе кризиса в ликвидной ловушке, центральные банки не смогли использовать сокращение краткосрочных процентных ставок для стимулирования экономики. Низкие процентные ставки снизили эффективность трансмиссионного механизма монетарной политики²⁸⁶. В итоге возможности ключевой стандартной меры стимулирующей денежно-кредитной политики были практически исчерпаны.

В этих условиях ФРС, Банк Англии, ЕЦБ, Центральный банк Швеции и ряд других перешли к применению, наряду с традиционными инструментами, мер антиинфляционного регулирования, которых в арсенале монетарной политики не существовало еще десятилетие назад. Эти меры основаны не на регулировании процентных ставок, а на выкупе важнейших проблемных активов. Проведение

²⁸⁴ Красавина Л.Н., Пищик В.Я. Указ. соч. С. 90-93.

²⁸⁵ Bank of England. The Spectre of Monetarism. Speech given by Mark Carney Governor of the Bank of England. – Roscoe Lecture Liverpool John Moores University. 2016. December 5. P. 12.

²⁸⁶ Borio C., Hofmann B. Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? // BIS Working Papers. 2017. No.628 (April).

нетрадиционных методов денежного стимулирования превратило центральный банк из наблюдателя и регулятора в активного участника рынка кредитов²⁸⁷.

Широкое распространение получило количественное смягчение (*quantitative easing*), под которым понимается приобретение центральным банком государственных долговых ценных бумаг. Оно направлено на увеличение банковских резервов на счетах регулятора. Для осуществления этой политики регулятор использует разнообразные методы смягчения национальных резервных требований. Данная мера сопровождалась кредитным смягчением, как косвенным (*indirect credit easing*), так и прямым (*direct credit easing*). В первом случае речь идет о предоставлении центральным банком ликвидности коммерческим банкам на долгосрочной основе; во втором – о непосредственном вмешательстве центрального банка в функционирование кредитных рынков, прямом приобретении регулятором частных или получастных активов, в частности, ипотечных ценных бумаг и бумаг, обеспеченных другими активами, а также облигаций с полным покрытием (*covered bonds*), корпоративных облигаций, бумаг фондов недвижимости и даже акций – через биржевые инвестиционные фонды (*exchange-traded funds*). Цель этих операций заключалась в сокращении кредитных спредов по частным активам (то есть разницы между доходностью инвестиций в частные активы и в гособлигации с равными сроками погашения), а также в повышении – прямо и косвенно – цен других рискованных активов, например, акций и недвижимости. По действию инструменты кредитного смягчения принципиально отличны от количественного смягчения. При их использовании центральные банки изменяли структуру портфеля своих финансовых активов для стимулирования проблемных рынков в экономике, а не количество резервов банков, как при количественном смягчении. Как и при количественном смягчении, кредитное ослабление приводит к увеличению потребительского и инвестиционного спроса. Широко используется система заявлений о намерениях центрального банка (*forward guidance*), в рамках которой он объявляет решения о сохранении или изменении величины ключевой процентной ставки. В довершение к этому проводились нестерилизованные валютные интервенции, когда изменение официальных валютных резервов вело к изменению денежной базы, с целью стимулировать экспорт за счет ослабления валюты. На международном уровне применение нестандартных мер денежно-кредитной политики выразилось, прежде всего, в распространении взаимных валютных соглашений (*Reciprocal Currency Arrangements*), предполагающих создание своп-линий, направленных на решение проблем с ликвидностью на мировых финансовых рынках²⁸⁸.

С 2008 г. в мире центральные банки 637 раз понижали свои процентные ставки и потратили на выкуп активов 12,3 трлн. долл. На конец 2016 г. сумма государственных облигаций с отрицательной доходностью превышала 7 трлн. долл., или 20% всех облигаций. На страны, где действуют отрицательные ставки центральных банков, приходится уже 25% мирового ВВП²⁸⁹.

Нетрадиционные инструменты кредитно-денежной политики стали нормой в большинстве развитых стран и даже в некоторых развивающихся государствах. Вместе с тем ключевые процентные ставки в развивающихся странах, как правило, оставались высокими по сравнению с развитыми странами и не приближались к нулевому уровню. Более высокий уровень риска активов этих стран не позволял центральным банкам предпринимать масштабные меры по количественному или

²⁸⁷ Pereira da Silva L.A., Rungcharoenkitkul Ph. Op. cit.

²⁸⁸ Ващенко Н.В., Трунин П.В. Нестандартные меры монетарной политики: международный опыт и российская практика. – М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2016. С. 27.

²⁸⁹ Mounts Ch., Kingston J. et al. Negative Interest Rates // S&P Global. 2016. August 17. P. 6.

кредитному смягчению, так как дополнительная ликвидность могла усилить отток капитала из стран с развивающимися рынками.

Эффективность современного механизма регулирования и его перспективы

С развитием кризиса и последующей дефляцией в экономической литературе развернулась широкая дискуссия вокруг вопроса о последствиях использования современного механизма антиинфляционного регулирования и стабилизации цен, их возможностях и пределах. Высказываются подчас противоположные точки зрения.

Ключевым понятием в дискуссиях по вопросу эффективности действий центральных банков становится так называемая равновесная реальная ставка процента (нейтральная, естественная ставка) – оптимальная процентная ставка (при этом упор делается на равновесии сбережений и инвестиций на уровне, обеспечивающем полную занятость). Различные способы оценки этого показателя демонстрируют длительную тенденцию к его снижению. Его причины фундаментальны – низкая производительность труда, старение населения, рост неравенства (и, как следствие, повышенная доля сбережений у состоятельных граждан), пониженная склонность к риску у инвесторов по всему миру.

Если целевая ставка ниже естественной ставки процента, то политика является стимулирующей, если выше, то сдерживающей. Иными словами, денежная политика не тогда является стимулирующей, когда ставки низки, или сдерживающей, когда ставки высоки, а тогда, когда ставки ниже (или выше) естественного процента. Если разрыв действительного и естественного процента (процентного разрыва) отрицателен или близок нулю, то денежная политика стимулирует спрос и экономическую активность. Если этот разрыв положителен, то денежная политика оказывает на них сдерживающее воздействие. В США процентный разрыв оставался положительным и значительным весь период с 2008 по 2014 гг. И лишь в 2015 г. стал сокращаться²⁹⁰.

Эффективность денежной политики зависит от ожиданий участников рынков действий и целей центрального банка. Большинство академических экономистов положительно оценивает способности центрального банка управлять ожиданиями своей будущей политики и последствия применения современного механизма антиинфляционного регулирования и стабилизации цен. При этом часть исследователей считает, что эффективность нетрадиционных методов управления инфляцией особенно велика в «нормальные» времена и снижается в периоды шоков. В свою очередь, руководство центральных банков склонно сомневаться в эффективности нетрадиционных методов управления инфляцией²⁹¹. Ряд экономистов полагает, что объективный критерий результативности антиинфляционной политики вообще отсутствует. При этом они ссылаются на несовершенство статистики²⁹². Наконец, многие не без основания утверждают, что окончательные выводы о результативности сверхмягкой монетарной политики делать рано – велики временные разрывы между принятыми мерами и последствиями их реализации²⁹³. В чем сходится большинство исследователей, так это в том, что в разных странах применение одних и тех же нетрадиционных мер монетарного регулирования дает разный эффект. Он во многом зависит от

²⁹⁰ США: возможности и пределы экономического лидерства. С. 126-127.

²⁹¹ Blinder A., Ehrmann M., de Haan J., Jansen D.-J. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis // European Central Bank. Working Paper Series. 2017. No.2047.

²⁹² Quint D., Rabanal P. Should Unconventional Monetary Policies Become Conventional? // IMF Working Papers. 2017. WP/17/85.

²⁹³ Adler O., Pozsar Z., Yermack D.L., Kostadinova S. The Future of Monetary Policy // Credit Suisse Research Institute. 17.01.2017.

особенностей финансовых систем отдельных стран, в частности, способов банковского фондирования, соотношения частных и государственных пенсий, устойчивости национальной валюты и доли наличных в денежном обороте.

Важно отметить, что взгляды экономистов и финансовых аналитиков на эффективность и последствия политики регулирования цен не остаются неизменными. В первые посткризисные годы преобладали негативные оценки. Длительная и излишняя зависимость от монетарной политики, в том числе от прямого вмешательства центральных банков в работу рынков, привела к искажению цен на активы и способствовала неэффективному распределению финансовых ресурсов. Высказывалось мнение о том, что «монетарный экстремизм» мешает структурной перестройке современной экономической модели, поскольку многие слабые компании и банки в подобных «тепличных» условиях выживают и продолжают тормозить развитие. Низкие и отрицательные ставки и денежное стимулирование вызвали значительный рост цен на широкий перечень активов, в том числе цен на недвижимость, способствовали феноменальному росту финансовых рынков. Из-за ультранизких процентных ставок пострадали сбережения населения. Продолжительное сохранение негативных ставок вело к падению прибыльности банков, а это, в свою очередь, вынуждало их сокращать объемы кредитования. Трудности стали испытывать многие институциональные инвесторы, поскольку гособлигации, которые они обычно держат в своих портфелях из соображений безопасности, не приносят дохода. Из-за этого они ищут повышенную доходность и вынуждены вкладывать в более рискованные бонды и акции. Центральные банки постоянно раздувают свои балансы; это ведет к перекосам в экономике и надуванию пузырей в финансовом секторе. На балансах регуляторов оказывается огромный объем долга, что подрывает конкуренцию в области финансов. Она вытесняется монетарным стимулированием; общее качество рыночных активов снижается, а банки не думают о привлечении средств клиентов, поскольку всегда могут занять у регулятора. Практика также свидетельствует, что с увеличением длительности использования нетрадиционных методов их издержки увеличиваются, а эффективность падает²⁹⁴. Более того, по мнению ряда экономистов, центральные банки беспомощны перед движущейся мишенью, которую можно назвать нестационарной ловушкой ликвидности. На нее впервые обратил внимание Кейнс во время Великой депрессии 1930-х годов. Это ситуация, когда учетные процентные ставки, достигнув нулевой границы, перестают стимулировать хронически дефицитный совокупный спрос.

Главное же состояло в том, что, несмотря на все нетрадиционные меры центральных банков и их растущие балансы, переломить тенденцию к снижению цен в течение довольно длительного времени не удавалось. Отсюда получившее распространение мнение о том, что и используемые в борьбе с дефляцией нестандартные монетарные меры исчерпали себя и нужны новые инструменты. В этой связи появились новые идеи. Так, предлагается реализовать выдвинутую еще в 1969 г. М. Фридманом концепцию «разбрасывания денег с вертолета», то есть увеличения правительственных расходов, снижения налогов и прямых платежей гражданам, которые бы финансировались с помощью вновь напечатанных денег, а не через заимствование или повышение налогов. Выдвигается идея отказаться от таргетирования инфляции в пользу таргетирования ВВП²⁹⁵. Широко обсуждается предложение о переходе к более высокому целевому уровню инфляции, что даст регулятору больше возможностей для повышения ставки в период экономического

²⁹⁴ Santor E., Suchanek L. Canadian Economic Analysis Department. A New Era of Central Banking: Unconventional Monetary Policies // Bank of Canada Review. 2016. Spring. P. 29-42.

²⁹⁵ The rich world's central banks need a new target // Economist. 2016. August 27.

роста. Однако здесь есть риск позволить ценам вырасти слишком быстро, что отрицательно скажется на потребителях и бизнесе²⁹⁶.

В последнее время в связи с начавшимся ослаблением дефляционного давления взгляды в отношении результативности используемых нестандартных мер денежно-кредитного регулирования стали меняться. Опасения, что выкуп активов центральными банками и последующий рост размеров их балансов может стать фактором расширения денежной массы и развития гиперинфляции, не оправдались. Безынфляционное увеличение балансов многих центральных банков изменило сам подход к проведению монетарной политики²⁹⁷. Растущее число экономистов полагает, что, несмотря на все связанные с применением этих мер трудности, они позволили предотвратить распространение тенденции к снижению цен, во многом восстановить функционирование финансовых рынков, финансового посредничества и поддержать макроэкономическую и финансовую стабильность.

В 2016-2017 гг. экономическая активность в развитых странах набирала обороты в условиях мягких денежно-кредитных и финансовых условий, вселяя надежду на повышение уровня инфляции. Более долгосрочные процентные ставки повысились, что способствовало повышению доходности банков и страховых компаний. Прирост цен на многие активы отражает более оптимистичные взгляды на дальнейшие перспективы²⁹⁸.

Происходит постепенный переход к «нормализации» антиинфляционной политики в США. К весне 2017 г. фондовые рынки в этой стране достигли рекордно высоких показателей, что было обусловлено надеждами инвесторов на налоговую реформу, инфраструктурные расходы и смягчение норм регулирования. За пределами США рынки также характеризовались устойчивым ростом в течение второй половины 2016 г. – начале 2017 г., что частично объяснялось ожиданиями более активного роста и более высокими ценами на сырьевые товары. Одновременно снизились премии за риск и изменчивость.

Вместе с тем полных гарантий скорого и необратимого выхода из периода низких ставок и дефляции нет, инфляция стойко держится ниже целевого уровня. Сохраняется риск дефляции. Базовое инфляционное давление по-прежнему остается слабым и не показывает убедительной тенденции к росту. Дезинфляционное влияние внутреннего спроса сохраняется. Многие домашние хозяйства в основном продолжают придерживаться сберегательной модели поведения. При этом уменьшается чувствительность роста потребления к снижению процентных ставок, увеличению доходов и улучшению кредитных условий. По всей видимости, стимулирующая политика и закупки активов продолжатся в течение некоторого времени. Сохраняются инфляционные риски. В ближайшее время основным их источником может стать возможная волатильность мировых товарных и финансовых рынков, потоков капитала и валютного курса, оказывая негативное влияние на курсовые и инфляционные ожидания.

Сверхнизкая инфляция остается проблемой, потому что традиционная причинно-следственная связь между объемом предложения денег и ценами

²⁹⁶ The Wall Street Journal. 24.03.2017.

²⁹⁷ США: возможности и пределы экономического лидерства. С.140-141.

²⁹⁸ IMF. World Economic Outlook, April 2017: Gaining Momentum? April 2017. Chapter 1 Global Prospects and Policies (<http://www.imf.org>). Правда, не все экономисты разделяют этот оптимизм. Так, старший научный сотрудник Йельского университета С. Роуч, ссылаясь на расчеты Банка международных расчетов, указывает, что за последние девять лет вброс избыточной ликвидности составил 6,2 трлн. долл. (разность между ростом активов центральных банков развитых стран на 8,3 трлн. и номинальным ВВП на 2,1 трлн.). Излишек ликвидности не был поглощен реальной экономикой и, вращаясь на глобальных финансовых рынках, искажал цены активов по всему спектру рисков (Project Syndicate. 2017. September 26).

оказалась нарушена. Вместо расширения кредитования банки накапливают дополнительное предложение денег, создавая избыточные резервы (иными словами, резко упала скорость обращения денег). Высокий уровень безработицы не позволяет работникам активно выступать с требованиями о повышении заработной платы. В ряде стран на рынках продукции сохраняются большие объемы неиспользованных ресурсов, все еще наблюдается серьезный разрыв между фактическим и потенциальным ВВП, а у компаний из-за лишних мощностей остается узкое пространство для маневров в ценообразовании²⁹⁹.

Опираясь на предыдущий опыт государственного регулирования цен и оценку его последствий, финансовые аналитики и практики, международные организации, прежде всего МВФ, Банк международных расчетов и ЕС определяют приоритеты антиинфляционной политики в новых условиях мирового развития. В конечном итоге их цель состоит в том, чтобы ослабить дефляционное давление, довести рост цен до приемлемого уровня и не допустить в последующем раскручивания инфляции, которая бы угрожала экономическому росту и финансовой стабильности.

Преобладает точка зрения, что для поддержания тенденции к устойчивому замедлению инфляции под влиянием ограничений со стороны спроса необходимо сохранение умеренно жестких денежно-кредитных условий. Денежно-кредитная политика в развитых странах, где фактический объем производства ниже потенциала, а давление заработной платы остается слабым, должна оставаться мягкой и, при необходимости, опираться на нетрадиционные стратегии. При этом следует учитывать риски для финансовой стабильности и уменьшать возможные трансграничные вторичные эффекты.

Все более распространено мнение, что для обуздания инфляции и сдерживания процессов дефляции одной только денежно-кредитной политики недостаточно³⁰⁰. Сама по себе она не может в достаточной мере увеличить спрос, который, как показывают некоторые исследования, во многих случаях оказывает небольшое влияние на инфляцию: компании нередко устанавливают цены, исходя из издержек и уровня конкуренции, а не спроса. В прошлом большинство резких всплесков инфляции происходили после роста цен на сырье. Влияние денежной политики на инфляцию предложения ограничено.

Между тем, как справедливо указывает известный американский экономист Н. Рубини, одним из вероятных объяснений загадочного сочетания возросших в последнее время темпов роста экономики с низкой инфляцией заключается в том, что развитые страны испытывают не только повышение совокупного спроса, но и позитивные шоки на стороне предложения. Благодаря глобализации из Китая и других развивающихся стран продолжают поступать дешевые товары и услуги. Важной причиной низкой инфляции является слабый рост заработной платы. Цены на нефть и другие виды сырья также низки или снижаются. При этом технологические инновации помогают сокращать себестоимость товаров и услуг³⁰¹. Низкая инфляция ведет к сохранению низких номинальных процентных ставок и повышает вероятность достижения эффективного нижнего предела, точки, за которой центральные банки уже не в состоянии снижать процентные ставки. Невозможно методами одной лишь денежной политики действительно осуществлять политику сокращения бюджетного дефицита, ограничения кредитной экспансии и денежной эмиссии, а также регулирования доходов. Абсолютно неэффективно

²⁹⁹ Nouriel Roubini. The Global Economy's New Abnormal // Project Syndicate. 2016. February 4.

³⁰⁰ The Global Competitiveness Report 2016-2017. – Geneva: World Economic Forum, 2016. P. 3, 5.

³⁰¹ Project Syndicate. 2017. September 13.

бороться с немонетарной инфляцией монетарными методами; кроме того, именно немонетарные компоненты инфляции являются наиболее волатильными³⁰².

По мнению ряда экономистов, возможности центральных банков исчерпаны. Сама по себе денежная политика, основанная на управлении процентной ставкой, не может гарантировать финансовую стабильность, поскольку для обеспечения последней необходимы специфические инструменты. Более того, альтернативные подходы к проблеме стимулирования частного спроса могут иметь меньше нежелательных последствий с точки зрения экономического перераспределения.

В этих условиях более существенную роль в качестве инструмента регулирования инфляции должна играть налогово-бюджетная политика. Фискальная политика является более естественным инструментом для оживления спроса. К переносу центра тяжести с денежного стимулирования на бюджетное подталкивает дешевизна денег. По мере роста экономики развитых стран государство получает дополнительные финансовые возможности для осуществления мер, прямо или косвенно воздействующих на структуру и динамику цен. Речь, прежде всего, идет о политике доходов (в странах, где наблюдается стагнация заработной платы), в частности преодолении неравенства в их распределении, и совершенствовании рынка труда. Во-вторых, о реформировании налоговой системы – снижении ставок налогообложения корпораций и физических лиц, повышении пособий по безработице. Наконец, о модернизации системы социального, в том числе пенсионного, обеспечения, а также об увеличении расходов на образование, здравоохранение и инновации, развитие социальной инфраструктуры.

Ориентированные на экономический рост меры этой политики, особенно там, где для этого есть бюджетные возможности, могут поддерживать спрос и содействовать расширению предложения и уменьшению внешних дисбалансов. Одним из приоритетных направлений расширения спроса рассматривается увеличение государственных инвестиций и модернизация экономической инфраструктуры, минимизация различий в налоговой нагрузке. Вместе с тем расширение государственных расходов затруднено из-за высокой долговой нагрузки на бюджеты многих развитых стран³⁰³.

Как показывает мировая практика, сократить инфляцию помогают программы стабилизации, которые включают набор взаимосвязанных мероприятий в области бюджетной и денежно-кредитной политики. Основными задачами таких программ являются сокращение правительственных расходов, повышение налогов, снижение объемов кредитования коммерческих банков, увеличение выпуска казначейских облигаций и объемов зарубежных займов.

Вместе с тем сдерживать инфляцию или дефляцию с помощью одних стимулирующих или дестимулирующих мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики также весьма трудно. В конечном итоге в основе меняющейся структуры и дестабилизации цен лежат постоянно возникающие в экономике диспропорции. Поэтому по мере минимизации последствий кризиса, постепенного перехода к нормализации денежно-кредитной политики и оздоровления государственных финансов в развитых странах возрастает значение такого инструмента антиинфляционной деятельности государства, как структурная политика, направленная на поддержку спроса. Речь идет о реформах, направленных на преодоление чрезмерных внутренних и глобальных дисбалансов, на

³⁰² К немонетарным факторам инфляции Банк России относит внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, рынка труда, инфраструктуры, технологий и уровень концентрации рынков), нормативно-правовую среду, фискальную политику и факторы со стороны предложения товаров и услуг.

³⁰³ Forbes. 1.09.2017.

противодействие снижению потенциальных и повышению реальных темпов роста, уровня занятости и производительности труда, на развитие инноваций и человеческого капитала, на стимулирования конкуренции и выхода бизнеса на рынок. Если структурная политика внушает доверие бизнеса и населения, то она приводит к увеличению возможностей государства для поддержки роста и выхода инфляции на уровень целевых показателей при одновременном содействии процессу сокращения левериджа³⁰⁴.

* * *

Сейчас не совсем понятно, чего ждать после сворачивания стимулов. Станут ли нетрадиционные методы более привычной частью набора инструментов центральных банков. Или же эти методы будут отнесены к редко используемым инструментам, к которым обращаются только во время самых глубоких кризисов.

Мировой опыт управления инфляционными и дефляционными процессами в последнее десятилетие показал, что сплошь и рядом качество экономической среды, фундаментальные воспроизводственные и демографические факторы способствуют переменам в направлении движения и динамике цен в гораздо большей мере, чем характер антиинфляционной политики государства. Тем более, что институциональная система управления инфляцией не сводится к государственному уровню регулирования; наряду с ней существуют корпоративный и рыночный уровни.

Активное применение монетарных инструментов, наряду с избыточным сокращением бюджетных расходов, могут иметь более высокую цену в виде упущенных темпов роста экономики и занятости, а также нежелательных последствий с точки зрения перераспределения доходов, нежели альтернативные подходы к регулированию инфляции. В сегодняшних рискованных условиях стабильность цен, безусловно, целесообразно поддерживать и с помощью иных стратегий, не ограничиваясь мерами количественного смягчения и сверхнизкими процентными ставками. Тем более что инфляция в значительной мере носит немонетарный характер. Необходимо надлежащее сочетание мер политики, в том числе макропруденциальной и особенно структурной, для недопущения смещения инфляционных ожиданий в сторону снижения, что может отрицательно сказаться на экономической активности и создании рабочих мест.

В условиях глобализации инфляционных процессов ни один национальный регулятор, действующий самостоятельно, не способен гарантировать стабильность цен и своей собственной финансовой системы, когда банки и другие финансовые организации действуют в глобальных масштабах³⁰⁵. Отсюда необходимость в расширении международного сотрудничества в сферах, оказывающих прямое или косвенное воздействие на динамику цен и их регулирование, в частности, в совместной деятельности государств в области содействия стабильности и создания равных условий для конкуренции в финансовой отрасли и на международных финансовых и валютных рынках. Требуется продолжение многосторонних усилий с тем, чтобы уменьшить чрезмерные глобальные дисбалансы путем проведения политики, направленной на преодоление или минимизацию экономических диспропорций, лежащих в основе изменения цен. При этом инструменты управления инфляцией и их комбинации отражают условия конкретных стран.

³⁰⁴ BIS. Secular stagnation or financial cycle drag? Keynote speech by Claudio Borio Head of the BIS Monetary and Economic Department National Association for Business Economics // 33rd Economic Policy Conference, 5-7 March 2017, Washington DC. P. 12.

³⁰⁵ См.: Новые подходы к глобальному финансовому регулированию / Под ред. Л.С. Худяковой. – М.: ИМЭМО РАН, 2015.

Глава 9. Прогнозирование инфляции и денежно-кредитная политика

Прогнозы инфляции являются критически важной информацией при проведении денежной политики. Для прогнозов инфляции центральные банки используют множество формальных моделей, как структурных, то есть построенных на фундаментальных принципах экономической теории (часто за счет снижения их прогнозных способностей), так и чисто статистических, прежде всего учитывающих корреляции длинных временных рядов данных. Последние менее полезны при интерпретации результатов моделирования, но обладают хорошими прогнозными свойствами, особенно в условиях стабильной денежной политики.

Процедуры прогнозирования инфляции прежде всего зависят от горизонта прогнозирования. Для прогнозов инфляции на ближайший период (текущий или следующий квартал) обычно используется дезагрегированный подход, который в основном сфокусирован на оценке поведения цен отдельных категорий товаров и услуг, входящих в агрегированный индекс цен³⁰⁶. Столь детальный анализ необходим для того, чтобы отделить преходящие от устойчивых изменений цен, аналогично тому, как это делается при построении показателей центральной инфляции или тренда. Поскольку инфляция продолжает демонстрировать некоторую инерцию, улучшенные краткосрочные прогнозы способствуют большей точности долгосрочных прогнозов.

Для прогнозов за пределы одного-двух кварталов анализ динамики отдельных цен недостаточен и центральные банки переносят акцент на изучение фундаментальных компонентов инфляции. В этом случае цены на продукты питания и энергоносители прогнозируются отдельно с учетом цен фьючерсов на эти товары и данных из других источников³⁰⁷. Для прогнозирования базовой инфляции может использоваться целый набор эконометрических моделей.

Эволюция методов моделирования

Большинство моделей опирается на разные гибридные версии неокейнсианской кривой Филлипса, рассмотренной нами в главе 2. Несмотря на общую для всех них концептуальную схему, модели существенно отличаются в деталях: с какими лагами входит прошлая инфляция, как измеряется степень использования экономических ресурсов и включаются ли в модель инфляционные ожидания, взятые из опросов или рассчитанные иным образом. В принципе формальные эконометрические тесты могут определить, с каким весом должен использоваться прогноз на основе отдельной модели, но на практике данные не позволяют сделать четких выводов. Поэтому прогнозы инфляции центральных банков во многом зависят от экспертных оценок специалистов и использования информации, не включенной в модели.

Еще одной причиной, по которой столь важны субъективные оценки и мнения, является практическое требование, чтобы прогноз инфляции соответствовал общим представлениям центрального банка о состоянии экономики и прогнозам ключевых переменных. Чтобы добиться совместимости, нужно хорошо понимать причины, по которым прогнозы в отдельных блоках могут частично противоречить друг другу, а также знать, как привести к единому знаменателю эти различия. И здесь важны мнения экспертов.

³⁰⁶ Bernanke B. Inflation Expectations and Inflation Forecasting // At the Monetary Economics Workshop of the NBER Summer Institute. July 2007.

³⁰⁷ Однако степень переноса цен продуктов питания и энергии в цены других товаров учитывается в прогнозах базовой инфляции.

Совместимость прогнозов в отдельных блоках экономики можно также обеспечить путем оценки уравнения инфляции как части системы общего равновесия. За последние годы был достигнут большой прогресс в разработке динамических стохастических моделей общего равновесия (Dynamic Stochastic General Equilibrium Models, DSGE), причем достаточно детализированных, чтобы их можно было использовать для анализа денежной политики³⁰⁸. В них отдельным уравнением или в виде отдельной структурной модели обычно входит блок инфляции (или блок предложения), который дополняют другие важнейшие блоки – спроса и денежной политики.

Блок спроса определяет уровень реальной активности как функцию реального процента (номинального процента за минусом ожидаемой инфляции) и ожидаемого реального выпуска. Предполагается, что при высоком реальном проценте люди предпочитают скорее сберегать, чем потреблять или инвестировать. Кроме того, расходы людей зависят от перспектив для экономического роста. Уровень реального выпуска, который задает блок спроса, является важнейшей входной переменной для блока инфляции. Так как уравнение инфляции представляет собой неокейнсианскую кривую Филлипса, то на текущую инфляцию, помимо отклонения выпуска от потенциального уровня, также воздействуют и ожидания будущей инфляции.

Значения выпуска и инфляции, полученные из блоков спроса и предложения (инфляции), в свою очередь, являются входными переменными для блока денежной политики: центральный банк устанавливает процентные ставки, исходя из того, что они являются функциями инфляции и реальной активности. Это означает, что центральные банки будут повышать краткосрочные ставки процента тогда, когда экономика перегрета и растет инфляция, и понижать процентные ставки, когда экономика слаба и инфляция падает. Изменение номинальных ставок процента, в свою очередь, влияет на уровень реальной активности, а через него и на инфляцию. Правило денежной политики, следовательно, замыкает круг, и позволяет получить полную модель экономики и взаимосвязи трех ключевых эндогенных переменных: выпуска, инфляции и номинального процента.

Одной из важнейших характеристик моделей DSGE является динамическое взаимодействие между блоками, где термин «динамическое» подразумевает, что ожидания будущего – будущих цен, выпуска и реального процента, являются главным фактором текущих значений макроэкономических переменных.

Уравнения, относящиеся к трем основным блокам макроэкономики, выводятся из микрооснований: ясных предпосылок о поведении основных экономических агентов экономики – домашних хозяйств, компаний, правительства, которые рассматриваются обобщенно, как репрезентативные агенты. Эти агенты взаимодействуют между собой на рынках, которые в каждый период приходят в равновесие, что обеспечивает общее равновесие экономики. Каждый класс репрезентативных агентов решает свою оптимизационную задачу и полученные оптимальные решения определяют динамику связей между макропеременными. Условия достижения общего равновесия и динамические связи макроэкономических переменных дают полную картину равновесного поведения экономики.

Важнейшей характеристикой моделей DSGE является их стохастическая природа. Предполагается, что каждый период случайные экзогенные события (шоки)

³⁰⁸ Подробное описание модели DGSE, приспособленной для анализа денежной политики, можно найти в статье аналитиков Резервного банка Нью-Йорка: Policy Analysis Using DGSE Models: An Introduction // FRBNY Economic Policy Review. October 2010. P. 23-43. Наиболее полно на русском языке вопросы построения и использования моделей DGSE освещены, пожалуй, в диссертации Полбина А.В.: Теоретические и методологические основы для разработки динамической стохастической модели общего равновесия для российской экономики. – М.: Институт Гайдара, 2015 (https://www.iep.ru/files/persona/polbin/polbin_thesis-2015.pdf).

нарушают условия равновесия, порождают неопределенность в развитии экономики, генерируя ее колебания. Без них экономика могла бы развиваться по абсолютно предсказуемой траектории.

В каждый заданный момент времени ни домашние хозяйства, ни потребители, ни государство в точности не знают, каким будет их будущее. Однако предполагается, что агенты знают о природе будущих случайных шоков и знают вероятности их наступления. На основе этих знаний они формируют ожидания будущих значений важных для них переменных, которые становятся ключевой информацией для принятия ими текущих решений. Часто предполагается, что эти ожидания рациональны, то есть основаны на тех же знаниях об экономике, которые характерны и для ученого, создавшего модель. В настоящее время использование монетарных (причем сразу нескольких) моделей DSGE является стандартом в работе центральных банков. Несмотря на стилизованный характер моделей DSGE и множество жестких предположений, их широкое распространение связано с тем, что они позволяют дисциплинировать характер рассуждений о перспективах экономики и связи будущих экономических показателей с денежной политикой. Оценка этих моделей дает возможность выявлять структурные шоки, воздействующие на экономику, и определять динамику ненаблюдаемых, но важных для проведения денежной политики показателей, таких как инфляционные ожидания, реальный процент, реальные предельные издержки, потенциальный уровень выпуска, естественный процент, естественный уровень безработицы.

Современные модели явились результатом длительной эволюции макроэкономической теории, а также сближения взглядов разных школ на то, как следует понимать и моделировать денежную политику и инфляцию. Если вернуться в прошлое, то в 1950-1960-е годы взгляды экономистов на то, как передаются денежные импульсы на экономику, принципиально различались. Главный водораздел отражал давний спор между кейнсианцами и монетаристами о роли денег в экономике. Если монетаристы в основном пользовались сокращенными моделями и придерживались взглядов, что изменения предложения денег оказывают определяющее воздействие на экономику, то кейнсианцы опирались на сложные структурные модели, но считали, что деньги не имеют решающего значения для экономической активности.

Постепенно экономисты пришли к согласию, что нейтральность денег характерна для долгосрочного периода, а в краткосрочном периоде деньги не нейтральны и денежная политика активно влияет на реальные переменные, а затем и инфляцию. Механизм трансмиссии денежной политики центрального банка на экономику стал представляться следующим. Увеличение центральным банком целевой номинальной ставки процента способствует росту реального краткосрочного процента, а затем долгосрочного реального процента. Последний с лагами приводит к снижению совокупного спроса и выпуска. Чем больше выпуск отрывается от своего «естественного» уровня, тем сильнее понижательное давление спроса на инфляцию. Важную роль в механизме трансмиссии играют ожидания процента и инфляции.

Данная схема предполагает, что для проведения денежной политики центральным банком важно знать «естественные» значения основных макропеременных, которые характерны для экономики в состоянии устойчивого равновесия при полной гибкости цен и отсутствии других трений. Для этого требуются развернутые структурные модели общего равновесия с хорошо разработанными блоками спроса, предложения и монетарной политики, позволяющие рассчитывать эти равновесные значения. Но таких моделей в распоряжении центральных банков развитых стран мира долгое время не было. И в

1980-е, и даже в начале 1990 годов центральные банки для прогноза основных показателей и принятия решений продолжали использовать сокращенные формы статистических моделей³⁰⁹. Только к середине 1990-х годов появился новый класс развернутых эконометрических моделей, которые стали использоваться для оценки эффектов денежной политики.

Это произошло благодаря развитию двух, в определенной степени независимых друг от друга, ветвей экономической науки: неокейнсианской и теории реального делового цикла. Неокейнсианская теория, возникшая в 1980-е годы и оформившаяся к началу 1990-х годов, попыталась подвести микрооснования под такие важнейшие кейнсианские понятия, как жесткость номинальных цен и заработной платы³¹⁰. Однако неокейнсианские модели сами по себе были по преимуществу статическими и использовались не для количественной оценки, а лишь для качественного анализа.

Теория реального делового цикла, развивавшаяся в то же самое время, напротив, показала, как можно строить динамические макроэкономические модели по принципу восхождения от микрооснов до макроуровня, но эти модели абстрагировались от денежных и финансовых факторов и не занимались оценкой денежной политики³¹¹.

В результате естественного синтеза неокейнсианства и теории реального делового цикла в 1990-2000-е годы появились развернутые структурные динамические модели, так называемые неокейнсианские модели, которые стали использовать значительные объемы экономической информации, ранее не применявшейся при оценке денежной политики. В этих моделях предполагается, что деньги не нейтральны и оказывают влияние на реальную экономику. В них встроена устойчивая жесткость заработной платы и цен, предпосылка о несовершенной конкуренции и «смотрящие вперед» ожидания участников рынка³¹². Безусловно, прогресс в моделировании в значительной степени был связан с появлением в конце 1990-х годов мощных компьютеров, давших новый импульс развитию численных методов анализа экономики.

Современные монетарные динамические стохастические модели общего равновесия

Непосредственно перед последним мировым экономическим кризисом появился новый класс неокейнсианских моделей, использовавших микрооснования и оптимизационное поведение рыночных участников. Эти модели оказались удобным инструментом для экспериментов с денежной политикой. Их часто называют монетарными моделями делового цикла или монетарными динамическими стохастическими моделями общего равновесия, и они стали стандартом при анализе воздействия денежных импульсов на экономику³¹³. К ним прежде всего относятся широко известные модели Сметса–Вутерса³¹⁴ и Кристиано–Эхенбаума–Эванса³¹⁵.

³⁰⁹ Gali J., Gertler M. Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation // NBER Working Paper No.13542. 2007. P. 1-2.

³¹⁰ Mankiw N., Romer D. New Keynesian Economics. – Cambridge, MA: MIT Press, 1991.

³¹¹ Prescott E. Theory Ahead of Business Cycle Measurement // Carnegie-Rochester Conf. Ser. Public Policy 25 (Autumn). 1986. P. 11-44.

³¹² Bryant R., Hooper P., Mann C. (ed.) Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics. – Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1993.

³¹³ Orphanides A., Wieland V. Complexity and Monetary Policy, Prepared for the Federal Reserve Board Conference on Central Banking: Before, During and After Crisis. – Washington, D.C., 23-24 March 2012. P. 9-10.

³¹⁴ Smets F., Wouters R. An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro Area // Journal of European Economic Association. 2003. No.5. P. 1123-1175.

Эти модели исходят из того, что вследствие существования номинальных жесткостей, рост номинальной процентной ставки сначала повышает реальный процент, что понижаяще действует на спрос и реальный выпуск. Инфляция обычно реагирует медленнее и снижается в ответ на изменение выпуска в соответствии со встроеной в модель кривой Филлипса.

В современных монетарных DSGE моделях помимо номинальных жесткостей учитываются и другие структурные трения, отличающие реальную экономику от экономики совершенной конкуренции, а также более широкий набор шоков. Именно этот класс моделей в настоящее время широко используется центральными банками. Они позволяют дисциплинировать характер рассуждений центральных банкиров о денежной политике, а также внести ясность при ее объяснении широкой общественности. Как отмечает Председатель ФРС США Дж. Йеллен: «Совершенствование макроэкономических моделей позволяет улучшать прогнозы инфляции и выявлять границы того, чего может добиться денежная политика, но оно также важно для понимания того, что центральные банки должны делать»³¹⁶.

Кривая Филлипса или уравнение инфляции является центральным компонентом любой реалистичной макроэкономической модели. Она играет критически важную роль при определении денежной политики, поскольку ее характеристики влияют на краткосрочные и долгосрочные решения центральных банков по стабилизации инфляции.

Новый класс макроэкономических моделей внес два важных изменения в теорию и практику проведения денежной политики. Во-первых, центральные банки признали, что передача денежных импульсов на экономику принципиально зависит от ожиданий людей относительно будущей динамики краткосрочного процента и инфляции, а значит, от способности центрального банка управлять этими ожиданиями. *Следовательно, в рамках новых теоретических и модельных схем умение разъяснять свои намерения на будущее становится не менее важным, чем выбор конкретного значения целевой ставки процента и целевой инфляции.*

Во-вторых, естественные значения выпуска и реального процента становятся важными референтными параметрами, которые должны учитываться центральным банком при выработке денежной политики, тем более что они могут очень значительно колебаться. Эти естественные значения представляют собой важные эталоны, потому что отражают эффективный уровень экономической активности и потому что политика не может от них надолго отклоняться, не начав оказывать на экономику дефляционного или инфляционного воздействия.

Новый класс моделей позволяет вычислять естественное равновесие экономики, которое напрямую не наблюдаемо, но крайне важно при формировании эффективной денежной политики. Подобный бенчмаркинг, который 10-15 лет назад просто не существовал, сейчас является нормой для центральных банков.

Кризис 2007-2009 гг. показал, в каком направлении следует усовершенствовать модели DSGE. Это более реалистичное отражение финансового сектора и учет более широкого набора финансовых трений, что позволит представить сферу финансового посредничества и как возможный источник, и как проводник экономических шоков.

Для преодоления ограниченных возможностей моделей DSGE центральные банки используют множество моделей этого класса, допуская большую стилизацию

³¹⁵ Christiano L.J., Eichenbaum M., Evans C. Nominal rigidities and the dynamic effect of a shock to monetary policy // Journal of Political Economy. 2005. No.1. P. 1-45.

³¹⁶ Yellen J.L. Implications of Behavioral Economics for Monetary Policy // Panel on the FRB Conference. 2007. September 28. P. 3.

конкретных блоков в одних моделях и их детализацию в других, а затем сравнивая результаты симулирования на основе разных моделей.

Помимо моделей DSGE центральные банки используют и крупномасштабные эконометрические модели, которые отличаются тем, что накладывают менее жесткие ограничения на структуру модели и меньше опираются на оптимизационное поведение агентов. С другой стороны, они более детализированы, учитывают больший объем переменных и более разнообразные связи между ними, а также множество видов трений на финансовых рынках.

Так, например, ФРС США, с одной стороны, использует такую эконометрическую модель, как FRS/US, представляющую собой оцененную, крупномасштабную, равновесную, неокейнсианскую модель экономики США, а с другой, целый класс более мелких, использующих идеи оптимизационного поведения репрезентативных агентов, моделей DSGE³¹⁷. *Сравнение результатов симулирования на разных классах моделей позволяет избежать ошибок спецификации, а также дает лучшее понимание того, как будет развиваться экономика в будущем и как строить денежную политику*³¹⁸.

По мнению центральных банкиров, разнообразные модели будут еще активнее использоваться при выработке денежной политики в будущем, но вряд ли полностью вытеснят экспертные оценки. Точнее, речь идет о сочетании опыта и таланта экспертов с более мощными инструментами формального анализа. Как шуточно отмечает в своей речи по вопросам моделирования инфляции (ссылаясь на высказывание П. Самуэльсона) один из управляющих ФРС С. Фишер: «Если выбирать, то всегда лучше иметь Боба Солоу, чем эконометрическую модель, но еще лучше иметь Боба Солоу с эконометрической моделью, чем без нее»³¹⁹.

Издержки и оптимальный уровень инфляции

Люди в целом осознают пагубность высокой инфляции, но объясняют свою «нелюбовь» к ней по-другому, чем экономисты³²⁰. На языке экономистов ущерб от инфляции или издержки инфляции обычно делятся на две категории: *издержки ожидаемой (прогнозируемой) инфляции* и *издержки непрогнозируемой инфляции*. Общая оценка ущерба от инфляции является, вместе с тем, трудным делом. Во-первых, потому, что существует множество каналов воздействия инфляции на экономику. Во-вторых, важно и то, какова методика оценки – на основе статических или динамических моделей. Расчеты с учетом динамических эффектов могут на порядок изменить величину ущерба от инфляции.

Издержки прогнозируемой инфляции

Чаще всего выделяется три вида издержек *прогнозируемой инфляции*: «издержки стоптанных башмаков», «издержки меню» и *издержки искажения налогообложения*.

«Издержки стоптанных башмаков» возникают потому, что людям приходится экономить на не приносящих процент реальных денежных остатках, чаще ходить в банк (для снятия наличных с приносящих процент вкладов), снимать меньшие суммы (чтобы деньги дольше находились на вкладах) и предпринимать усилия, чтобы синхронизировать моменты получения денежного дохода и расходования денежных средств.

³¹⁷ Brayton F., Laubach T., Reifschneider D. The FRB/US Model: A Tool for Macroeconomic Policy Analysis // FEDS Notes. Washington: Board of the Governors of the Federal Reserve System. 2014. April 3.

³¹⁸ Kiley M. and Roberts J. Monetary Policy in a Low Interest Rate World // Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts. 2017. March 23-24.

³¹⁹ Fisher S. Speech at the Warwick Economics Summit, Coventry, England, February 11, 2017.

³²⁰ Shiller R., Why Do People Dislike Inflation, NBER Working Paper No. 5539, 1996.

Неэффективность хранения денег, потеря времени и сил, направленных на защиту своих номинальных активов от обесценения, особенно значительны в условиях высокой инфляции. Но и при умеренной инфляции эти издержки могут быть велики. Ущерб от инфляции связан с тем, что деньги обладают *нулевой номинальной доходностью* и теряют свою покупательную способность вследствие инфляции. *При положительной инфляции реальная доходность денег становится отрицательной (реальная доходность равна номинальной доходности за вычетом инфляции)*. Обесценение номинальных денежных остатков фактически представляет собой «инфляционный налог», взимаемый эмитентом денег – государством. Можно показать, что при положительной инфляции, чем больше запас реальных кассовых остатков, тем ниже потребление.

Одним из наиболее изученных видов издержек инфляции являются потери в благосостоянии населения (*welfare costs*), связанные с тем, что агенты (в ожидании инфляции) вынуждены снижать свои реальные денежные остатки. Это происходит потому, что увеличение инфляции повышает номинальный процент и заставляет людей избавляться от денег на руках (имеющих отрицательную доходность). Если считать выигрыш от денежных остатков на руках населения площадью под кривой спроса на деньги, то потери от роста инфляции можно представить как уменьшение площади под этой кривой в результате уменьшения массы денег на руках у людей³²¹.

Этот способ оценки инфляционных потерь благосостояния использовался многими экономистами. По оценкам Фишера, снижение благосостояния от повышения инфляции от 0 до 10% примерно можно оценить на уровне 0,3% ВВП США³²². По оценкам Лукаса, подобные издержки ближе к 0,45% ВВП.³²³ В дальнейшем Лукас увеличил свою оценку потерь благосостояния от инфляции почти до 1% от ВВП³²⁴. Хотя эти потери кажутся небольшими, но с учетом уровня цен и выпуска, например, 1998 г., они составляли от 25 до 40 млрд. долл. США. При более поздних расчетах, в которых исследователи отошли от предпосылки о совершенной конкуренции и стали рассматривать рынки монополистической конкуренции, ущерб благосостоянию в результате повышения инфляции от 0 до 10% оказывался намного больше – в интервале 3-4% от ВВП США³²⁵.

Была также обнаружена разная степень ущерба для бедных и богатых слоев населения. Было показано, что инфляционный налог действует как регрессивный налог на потребление: чем беднее социальная группа, тем больший налог накладывается на нее инфляция. Разница в потерях потребления от роста инфляции между богатыми и бедными, по некоторым оценкам, составляет 176%. В абсолютных значениях потери в потреблении при повышении инфляции до 10% составляют 2,69% от общего объема потребления бедных сравнительно с 0,97% для богатых³²⁶.

³²¹ Учет издержек инфляции со стороны функции спроса на деньги впервые был предложен экономистом Бэйли: Baily M. The Welfare Cost of Inflationary Finance // Journal of Political Economy. 1956. April. P. 93-110.

³²² Fischer S. Towards an Understanding of the Costs of Inflation: II // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1981. No.1. P. 5-41.

³²³ Lucas R. Discussion of Stanley Fischer "Towards an Understanding of the Costs of Inflation: II // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1981. No.1. P. 43-52.

³²⁴ Lucas R. Inflation and Welfare // Econometrica. 2000. No.2. P. 247-274.

³²⁵ Lagos R., Wright R. A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis // Journal of Political Economy. 2005. No.3. P. 463-484.

³²⁶ Araujo P. Calculating Inflation Costs of Inflation in a Search Model with Preference Heterogeneity: A Calibration Exercise // CAEPR Working Paper. No.2008-012 (April).

Вместе с тем проблема с подобными оценками ущерба благосостоянию, которые ведут свое начало от расчетов так называемого «треугольника Бэйли»³²⁷, состоит в том, что они очень сильно зависят от спецификации функции спроса на деньги и, в частности, от его чувствительности к упущенному проценту на других финансовых активах. Кроме того, эти оценки чувствительны и к выбору денежного агрегата, и к тому, в какой форме учитывается роль денег в экономике³²⁸.

Недостаточен и статический подход, учитывающий изменение исключительно спроса на деньги. Многими исследователями отмечалось, что при разных уровнях инфляции меняются не только спрос на деньги, но и другие важнейшие переменные – реальный доход, реальное богатство и реальный процент и, соответственно, поведение агентов в области сбережений и накопления капитала, то есть фактически меняются траектории роста экономики. Учет этих факторов может принципиально влиять на количественные оценки ущерба от инфляции.

Для фирм значительные издержки ожидаемой инфляции возникают в связи с необходимостью пересматривать прейскуранты и каталоги цен. Существенно, что «издержки меню» – это не только издержки перепечатки каталогов и ценовых бирок, перенастройки компьютерных систем и т.д., но и издержки принятия решений, какой должна быть новая цена, то есть затраты на сбор и обработку информации.

Наконец, прогнозируемая инфляция наносит ущерб благосостоянию в результате искаженного налогообложения доходов, поскольку налогом обычно облагается номинальный, а не реальный доход. С учетом инфляции налогообложению должен подлежать либо меньший доход, либо прежний номинальный доход по ставке, скорректированной с учетом инфляции.

Ущерб от инфляции при отсутствии или недостаточной индексации финансовых контрактов и налогов заключается не только в прямых потерях от «недоиндексации» инфляции, но и в тех издержках, которые должно нести общество, чтобы адаптировать налоговую систему и контракты для полного учета ожидаемого уровня инфляции³²⁹.

Издержки непрогнозируемой инфляции

Если инфляцию невозможно спрогнозировать, то это, по меньшей мере, приводит к четырем видам негативных последствий для экономики:

- неожиданное перераспределение дохода и богатства от одних групп населения к другим;
- дополнительная неопределенность для рыночных агентов при принятии решений о потреблении, сбережении, заимствованиях и инвестициях;
- рост усилий и затрат, чтобы разобраться с тем, как изменились относительные цены товаров и услуг;
- чрезмерная изменчивость относительных цен, связанная с негибкостью цен на уровне компаний.

Перераспределение богатства. Если повышение инфляции не ожидается обществом, то в условиях неиндексированных или не полностью индексированных контрактов это ведет к перераспределению дохода и богатства от кредиторов к заемщикам (должникам) и от рыночных агентов с фиксированными номинальными доходами, например, работников компаний, к работодателям. Например, если банк кредитовал заемщика на сумму в 1000 долл. при ставке в 5% годовых, то без учета

³²⁷ См. сноску 321 на предыдущей странице.

³²⁸ Оценки меняются в зависимости от того, вводятся ли деньги непосредственно в функции полезности потребителей или на основе ограничения Кловера «деньги вперед».

³²⁹ Fisher S. Op. cit.; Cooley T.F., Hansen G.D. The Welfare Costs of Moderate Inflation // Journal of Money, Credit and Banking. 1991. No.2. P. 483-503; Lucas R.E. On the Welfare cost of Inflation. Paper for the Hitotsubashi International Symposium on Financial Markets, March 1993.

инфляции номинальные потери заемщика и выигрыш кредитора в конце года составляют 50 долл. Однако если инфляция за это время неожиданно выросла, то на 1050 долл., которые вернутся к кредитору в конце года, он сможет купить меньше товаров и услуг и, следовательно, понесет неожиданные реальные потери. Напротив, заемщик заплатит кредитору в реальных терминах меньше (то есть сможет отказаться от потребления меньшего объема товаров, чем думал) и, следовательно, получит неожиданный реальный выигрыш.

Подобные перераспределения могут быть очень тяжелы как для отдельных индивидов, так и для отдельных секторов экономики. Эти перераспределения опасны и потому, что подрывают доверие общества к правам собственности. Трудности измерения совокупных потерь в благосостоянии в этом случае не отменяют серьезности самой проблемы.

Дополнительная неопределенность. Повышение неопределенности изменения цен подрывает фундаментальный процесс распределения *ресурсов*. При неиндексированных относительно инфляции активах более привлекательными становятся реальные, а не денежные активы. Кроме того, рыночные агенты начинают отказываться от заключения долгосрочных денежных контрактов в пользу все более краткосрочных. Подрывается инвестиционный процесс, рассчитанный на получение долгосрочных доходов: краткосрочные инвестиции вытесняют долгосрочные, снижается и общая норма инвестирования.

«Сберегатели» и кредиторы могут реагировать на неопределенность роста цен требованием повышения премии за риск, что увеличивает реальные издержки привлечения денежных ресурсов для заемщиков: кредит становится дороже. Нарушается и общее распределение капитала в экономике, поскольку у сберегателей и заемщиков могут возникать разные ожидания инфляции и разные представления о реальном проценте и реальной отдаче от инвестиций.

Иными словами, положительная инфляция и связанная с ней неопределенность ведут к неверному распределению ресурсов и, соответственно, способствуют снижению темпов роста в экономике. Многие эмпирические работы демонстрирует существенную отрицательную связь между уровнем инфляции и темпами экономического роста. В некоторых случаях корреляция может быть весьма значительной и снижение инфляции на 1 п.п. может увеличивать темпы роста на величину от 0,1 до 0,5 п.п. Но данная связь безусловно не является монотонной, то есть из нее не следует, что переход от стабильных цен к дефляции способствует экономическому росту³³⁰.

Неопределенность изменения цен обычно выше при высоких уровнях инфляции, но будущая инфляция может быть неопределенной даже при низкой инфляции, например, при неопределенности действий центрального банка в ответ на шоки. Население может не знать, в частности, к каким последствиям приведет повышение целевой ставки центрального банка после длительного периода низких процентных ставок. Эта неопределенность порождает разные ожидания и дезориентирует экономических агентов, что в конечном итоге приводит к потере общественных ресурсов.

Путаница в представлениях о том, что изменилось – общий уровень цен или относительные цены. Непрогнозируемая инфляция наносит ущерб еще и потому, что приводит к неверным представлениям об изменении относительных цен, которые являются важными сигналами, направляющими распределение ресурсов. Люди часто принимают неожиданный скачок инфляции за изменения в относительных ценах и неверно на него реагируют. Возможна и другая реакция:

³³⁰ Briault C. The Costs of Inflation. Bank of England Quarterly Bulletin. 1995. No.35. P. 33-44.

резкое неожиданное повышение уровня цен не позволяет заметить изменения в относительных ценах, которые важны для принятия долгосрочных решений³³¹.

Чрезмерная изменчивость относительных цен. Наличие «издержек меню» и затрат по сбору информации приводит к тому, что компании редко меняют цены, а если и меняют их, то делают это скорее в ответ на значительные, чем небольшие шоки. Чаще всего предполагается, что компании меняют цены через фиксированные промежутки времени или тогда, когда их относительные цены слишком отклоняются от долгосрочного уровня. В любом случае цены не меняются одновременно с монетарным шоком, то есть имеет место номинальная жесткость цен.

При росте спроса цены компаний могут сначала не измениться, а затем, если и меняться, то недостаточно часто, чтобы сохранять прежние относительные цены, что нарушает необходимые для правильного распределения ресурсов пропорции. *Во многих эмпирических работах выявлена тесная положительная связь между уровнем инфляции и изменчивостью относительных цен*³³². При положительной инфляции номинальная жесткость цен увеличивает дисперсию цен, что повышает общий ущерб от инфляции.

Издержки дефляции. Значительный ущерб экономике наносит не только высокая, но и близкая к нулю инфляция, часто называемая *дезинфляцией*, а также снижение общего уровня цен (*дефляция*), хотя, по мнению Бернанке, близкая к нулю инфляция и дефляция вызывают сходные экономические проблемы³³³.

Суть их в том, что снижение инфляции означает повышение реального процента (номинальный процент за вычетом ожидаемой инфляции) и фактическое ужесточение денежной политики. Чем выше реальный процент, тем больше снижение совокупного спроса, тем больше дальнейшее снижение инфляции и развитие дефляционной спирали. Этот эффект усугубляется при близких к нулю значениях номинальных процентных ставок, когда задел для их снижения и смягчения денежной политики отсутствует.

Таргетирование и оптимальный уровень инфляции

Несмотря на то, что оценки общественных потерь в результате высокой и нестабильной инфляции по разным причинам отличаются друг от друга, среди экономистов и денежных политиков за последние 20-30 лет сложился консенсус об обратной связи между инфляцией и ростом: стабильность цен или низкая и устойчивая инфляция увеличивают общественное благосостояние, способствуя стабильно высокому росту, инвестициям и занятости.

Кроме того, сложился и другой важный консенсус, что инфляцию не только нужно, но и можно контролировать, то есть центральные банки имеют в своем распоряжении все необходимые ресурсы и инструменты для контроля над инфляцией, выпуском и занятостью в краткосрочном периоде. Это нашло свое отражение в том, что множество стран стали прямо или косвенно использовать схему *таргетирования инфляции на уровне, близком к нулю*, что практически выразилось в использовании целевого показателя инфляции в 2%, который стал считаться *оптимальным*.

Это связано с тем, что индексы цен несколько завышают реальное удорожание товаров, поскольку недостаточно точно отражают рост их качества³³⁴.

³³¹ Clare A.D., Thomas S.H. Relative Price Variability and Inflation in an Equilibrium Price Misperceptions Model // Economic Letters. 1993. P. 51-57.

³³² Pagan A.R., Hall A.D., Trivedi P.K. Assessing the Variability of Inflation // Review of Economic Studies, 1983. P. 585-596.

³³³ Bernanke B. An Unwelcome Fall in Inflation? // Remarks Before the Economics Roundtable, University of California, San Diego, La Jolla, California. 2003. July 23.

³³⁴ Cochrane J. What Target Should The Fed Be Shooting At? // Chicago Booth Review. 2017. May 16.

Следовательно, с учетом поправок на качество, инфляция в 2% на основе индексов потребительских цен соответствует показателю инфляции, близкому к нулю. Кроме того, более низкий, чем 2%, целевой показатель инфляции опасен и в плане возможности развития дефляции.

После кризиса 2007-2009 гг. сложившийся консенсус несколько «пошатнулся». В академической литературе и исследованиях центральных банков все чаще стал подниматься вопрос о том, *является ли 2% оптимальным показателем инфляции*. И если часть экономистов склоняется к снижению целевого показателя практически до нуля, то появились и другие работы, в которых предлагается поднять его выше 2%, возможно до 4%.

Тема оптимальности положительной инфляции в целом и возможного увеличения целевого показателя инфляции выше 2% постепенно перемещается в центр дискуссии об оптимальной денежной политике. Так, по мнению экономиста ФРС Энтони Диркса, «понимание оснований для установления целевого показателя инфляции в размере 2% и понимание смысла академических исследований в области оптимальной инфляционной динамики представляется сегодня как никогда важным»³³⁵. Об этом свидетельствует обзор, проведенный Дирксом, и охвативший 160 работ, опубликованных с 1995 по 2017 гг. и посвященных вопросам оптимальной денежной политики. В 100 из них представлены количественные оценки оптимального уровня инфляции и оптимальной волатильности инфляции. В 80% этих исследований предполагается нулевой или отрицательный уровень оптимальной инфляции, а в 20% – положительный уровень. Характерно, что почти все работы, доказывающие оптимальность положительной инфляции, написаны за последние 10 лет.

Возможность повышения целевого показателя инфляции связана с тем, что нулевой (или даже отрицательный) уровень процентных ставок оказался более устойчивым ограничением, чем предполагалось ранее: исчез задел для снижения номинального процента. Уменьшению задела способствовало и снижение естественного процента. Кроме того, несмотря на эффективность нестандартной денежной политики, она оказалась неспособной полностью компенсировать потери, вызванные достижением предельно низкого уровня процентных ставок. Все эти факторы активизировали дискуссию о возможном повышении целевого показателя инфляции.

К числу потенциальных выгод, которые может принести более высокий целевой показатель инфляции, относится, во-первых, снижение частоты и тяжести эпизодов попадания в зону крайне низких процентных ставок, а во-вторых, смягчение макроэкономических эффектов, порождаемых несклонностью заработной платы к понижению и трениями на рынке труда.

В первом случае повышение целевой ставки инфляции даст возможность повысить средний уровень номинальных процентных ставок и, в частности, целевой процентной ставки, создав больший задел для снижения номинального процента при ухудшении экономической ситуации. Частота попадания целевой ставки в зону предельно низких ставок скорее всего уменьшится.

Кроме того, более высокая инфляция позволит стимулировать экономику с помощью более значительных отрицательных ставок, что возможно, если предположить, что инфляционные ожидания закрепятся на уровне нового целевого показателя инфляции. Так, при ожидаемой инфляции в 2%, нулевой номинальный процент порождает реальный процент в размере минус 2%, а при ожидаемой инфляции в 3%, реальный процент можно снизить до минус 3%. Новые возможности

³³⁵ Diercks A. The Reader's Guide to Optimal Monetary Policy, 2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2989237).

по стимулированию экономики позволят смягчить ситуацию нулевых номинальных ставок и уменьшат вероятность дефляции.

Во втором случае положительная инфляция сможет понизить реальную заработную плату даже при неизменности номинальной. Это важно потому, что снижение реальной заработной платы часто необходимо для корректировки неравновесия на рынке труда.

Однако преимущества повышения целевого показателя инфляции должны быть соотнесены с возможным ущербом. В последнее время появились работы, в которых доказывается, что прежние оценки ущерба на основе неокейнсианских моделей были сильно завышены. Ярким примером является статья Накамуры, Стейнссона, Сана и Виллара с характерным названием «Иллюзорные издержки инфляции: дисперсия цен в период Великой американской инфляции» и другие работы. Авторы считают, что «строгие выводы об оптимальности низкой инфляции, к которым пришли исследователи, используя неокейнсианские модели, должны быть переоценены. Возможно, что уровень инфляции выше 2% влечет за собой другие важные издержки. Обоснованный консенсус об оптимальности низкой инфляции должен опираться на доказательство того, что эти прочие издержки перевешивают выгоды более высокой инфляции»³³⁶.

В любом случае для оценки преимуществ и потерь, связанных с повышением целевого уровня инфляции, требуется тщательный анализ нескольких вопросов. Во-первых, важна общая оценка *эффективности нестандартной денежной политики*, в частности, понимание того, почему политика, прямо воздействующая на балансы центральных банков (политика количественного смягчения), не может в полной мере компенсировать негативные эффекты достижения нижней границы номинальных процентных ставок. Требуется анализ того, в какой степени побочные эффекты нестандартной политики, а именно падение долгосрочной доходности ценных бумаг, уменьшают ее ценность как полноправного заменителя стандартной денежной политики.

Во-вторых, дальнейшего анализа требует *проблема негибкости номинальной заработной платы к понижению, вопросы налогообложения номинального процентного дохода, а также вопросы построения индекса потребительских цен и переоцененности инфляции на его основе*.

Наконец, необходим более глубокий анализ общего ущерба, который наносит инфляция в связи с временным *перераспределением богатства, отсутствием полной индексации доходов, жесткостью цен и заработной платы*³³⁷. Это особенно важно, учитывая то доверие, которое в настоящее время вызывает целевой показатель инфляции в 2%, а также уверенность рыночных агентов в возможности его достижения и длительного поддержания.

³³⁶ Nakamura E., Steinsson J., Sun P., Villar D. The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion During the US Great Inflation // Technical Report National Bureau of Economic Research. 2016. P. 4.

³³⁷ Kryvtsov O., Mendes R. The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues // Bank of Canada, Discussion Paper 2015-8. October 2015.

Глава 10. Учет политического фактора в теоретических концепциях регулирования инфляции

Изучение проблем инфляции с использованием инструментов политико-экономического анализа имеет давние и прочные научные традиции. Высокая политическая значимость инфляционных процессов и вопросов борьбы с ними, а также их тесная взаимосвязь с другими экономическими проблемами, представляющими большой интерес для политиков, рядовых избирателей и влиятельных общественных групп (включая проблемы, связанные с динамикой расходов правительства, бюджетного дефицита и государственного долга) обусловили пристальное внимание к ним в рамках теории общественного выбора уже с конца 1950-х годов³³⁸. К тому же периоду относится начало формирования методологического аппарата данной теории, базовые элементы которого лежат в основе современных исследований роли политических факторов в инфляционных процессах. Соответствующие методологические принципы можно суммировать следующим образом³³⁹.

1) для описания поведения человека в политической сфере используются те же гипотезы, что и в неоклассической экономической теории, а именно гипотезы следования личному интересу, полноты и транзитивности предпочтений, рациональной максимизации целевой функции;

2) процесс выявления предпочтений индивидов чаще всего понимается в терминах рыночного взаимодействия: предполагается, что отношения между людьми в политической сфере могут быть описаны в терминах взаимодействия на политических рынках, где мероприятия экономической политики обмениваются на факторы политической поддержки (голоса избирателей, трансферты ресурсов и т.д.);

3) в ходе исследования ставятся вопросы, аналогичные тем, которые имеют центральное значение в неоклассической теории цены, то есть вопросы о существовании и стабильности равновесия на политических рынках, путях его достижения и его оценке с точки зрения принципа эффективности Парето.

Использование соответствующих предпосылок делает возможным рассмотрение явлений экономического и политического рынков как неразрывно связанных и подчиняющихся одним и тем же законам, а значит, позволяет строить анализ решений в сфере экономической политики, имеющих отношение к инфляционным процессам, на качественно новом теоретическом фундаменте. В отличие от традиционных моделей, где экономические субъекты являются пассивными реципиентами последствий инфляционных процессов, в рамках рассматриваемого подхода соответствующие процессы оказываются эндогенными для экономико-политической системы, в рамках которой интересы экономических субъектов обуславливают формирование их запросов в адрес субъектов принятия политических решений относительно проводимой ими экономической политики, а сама эта политика, в свою очередь, оказывает влияние на результаты, достигаемые экономическими субъектами в реализации их интересов, и приводит к дальнейшей модификации запросов в отношении экономической политики³⁴⁰. Использование

³³⁸ Buchanan J. Public Principles of Public Debt. A Defense and Restatement. – Homewood: Richard D. Irwin, 1958; Buchanan J. Fiscal Theory and Political Economy. – Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960.

³³⁹ См.: Мюллер Д. Теория общественного выбора // Панорама экономической мысли конца XX столетия / Под ред. Д. Гринуэя, М. Блини, И. Стюарта. – СПб.: Экономическая школа, 2002. Т.1. С. 249.

³⁴⁰ Подробнее о понятии эндогенности экономической политики см.: Афонцев С.А. Политические рынки и экономическая политика. – М.: Комкнига, 2010. С. 90-92.

такого подхода позволяет строить модели эндогенного определения решений, относящихся к двум ключевым аспектам инфляционной проблематики. С одной стороны, он обеспечивает возможность анализа решений, обуславливающих развитие инфляционных процессов и формирование условий, способствующих поддержанию устойчиво высоких темпов роста цен (либо раскручиванию «инфляционных спиралей»). С другой стороны, с его помощью можно реалистично оценить шансы на проведение эффективной антиинфляционной политики и сформулировать предложения, направленные на постановку и достижение экономически корректных и политически достижимых приоритетов в данной области.

Субъекты инфляционного регулирования

Необходимым отправным пунктом для разработки обоих типов моделей является определение круга субъектов политических рынков, предъявляющих спрос на проинфляционную и антиинфляционную политику, а также субъектов, осуществляющих предложение соответствующих решений (причем в случае последних также актуален вопрос о том, в какой мере соответствующие варианты экономической политики соответствуют их собственным интересам, а не только интересам тех экономических субъектов, которые формулируют запросы на нее). Ключевое значение для определения субъектов спроса имеют перераспределительные последствия инфляции в рамках национальных экономик и международных валютных союзов³⁴¹.

Среди экономических субъектов, прямо или косвенно заинтересованных в проведении проинфляционной политики, наиболее значимую роль на политических рынках играют следующие:

1) субъекты, имеющие долговые обязательства в национальной валюте (высокая инфляция обуславливает сокращение издержек обслуживания долга, снижая величину реальной процентной ставки);

2) субъекты, имеющие доходы и активы, номинированные в иностранной валюте – в первую очередь экспортеры и получатели инвестиционных доходов из-за рубежа (в рамках системы плавающих валютных курсов ускорение инфляции при прочих равных условиях ведет к снижению курса национальной валюты и увеличению рассчитанного в национальной валюте эквивалента стоимости доходов и активов, номинированных в иностранных валютах);

3) непосредственные бенефициары программ государственных расходов, несущих инфляционные риски (данные субъекты, к числу которых в первую очередь относятся получатели государственных заказов и субсидий, хотя сами напрямую не заинтересованы в высоких темпах инфляции, тем не менее получают выгоды от проинфляционных решений, издержки которых перекладываются на другие группы субъектов);

4) субъекты реального сектора экономики, для которых развитие инфляционных процессов является побочным следствием политики стимулирования платежеспособного спроса – даже если эти субъекты не являются непосредственными бенефициарами государственных расходов, связанных с соответствующей политикой³⁴² (в формальных моделях соответствующее

³⁴¹ Doepke M., Schneider M. Inflation and Redistribution of Nominal Wealth // Journal of Political Economy. 2006. No.6. P. 1069-1097; Adam K., Zhu J. Price Level Changes and the Redistribution of Nominal Wealth across the Euro Area // European Central Bank Working Paper Series. September 2015. No.1853 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1853.en.pdf>).

³⁴² Наиболее обсуждаемыми из числа соответствующих направлений экономической политики в последнее десятилетие стали программы количественного смягчения (quantitative easing), реализуемые денежными регуляторами ряда ведущих экономик мира, включая еврозону. См.: Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos D. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An

обстоятельство, как правило, описывается путем эксплицитного или имплицитного учета в них экономических зависимостей, описываемых кривой Филлипса);

5) группы рыночных субъектов, обладающие монопольной силой и заинтересованные в искусственном завышении цен на свою продукцию (и выступающие против политики защиты конкуренции, которая могла бы иметь антиинфляционный эффект).

В свою очередь, к числу субъектов, проигрывающих от высоких темпов роста цен и заинтересованных в их снижении, относятся следующие основные группы:

1) субъекты, имеющие фиксированный размер доходов в национальной валюте (в первую очередь получатели заработной платы и государственных социальных выплат, размер которых не индексируется в соответствии с темпом роста цен), а также номинированные в национальной валюте финансовые активы, реальная ценность которых сокращается в условиях инфляции;

2) кредиторы, имеющие долговые обязательства в национальной валюте (высокая инфляция снижает величину реальной процентной ставки и обесценивает получаемые ими платежи в счет обслуживания долга);

3) субъекты финансового сектора экономики, заинтересованные в устойчиво высоком курсе национальной валюты для обеспечения стабильного притока инвестиционных средств из-за рубежа и опасющиеся оттока соответствующих средств в случае снижения курса национальной валюты из-за ускорения инфляции;

4) субъекты реального сектора экономики, для которых ускорение темпа роста цен сверх известного предела (особенно в условиях галопирующей инфляции и гиперинфляции) создает неопределенность экономических перспектив и подрывает стимулы к осуществлению хозяйственных операций.

Что касается предложения политических решений, способных привести к ускорению инфляционных процессов либо, напротив, к их замедлению, то в качестве ответственных за него традиционно рассматриваются два институциональных субъекта принятия политических решений: правительство и центральный банк. При моделировании поведения соответствующих субъектов используются принципиально разные предпосылки. Что касается правительства, то его решения рассматриваются как результирующая влияния двух факторов:

1) лоббирования со стороны экономических субъектов, заинтересованных в повышении или снижении темпов роста цен в соответствии с характером их интересов, описанных выше; и

2) собственных интересов правительства, влияющих на предпочтения его представителей в отношении темпов инфляции.

С одной стороны, зависимость правительства от предпочтений экономических субъектов обусловлена его стремлением максимизировать политическую поддержку (включая голоса избирателей, поданные к ходе выборов, взносы в предвыборные фонды и т.д.), а также минимизировать потенциал протеста, связанного с недовольством проводимой им политикой. С другой стороны, оно может иметь не связанные с интересами других субъектов политического рынка представления об оптимальных масштабах инфляционных процессов, связанные, в частности, с возможностью их использования для снижения бремени номинированного в национальной валюте государственного долга³⁴³. Другой важный пример

Introduction // The Economic Journal. 2012. November. P. F271-F288; The Macroeconomic Impact of Quantitative Easing in the Euro Area // Deutsche Bundesbank Monthly Report. June 2016. No.6. P. 29–53.

³⁴³ О характере соответствующих эффектов см. в работах: Obstfeld M. A Model of Currency Depreciation and the Debt-Inflation Spiral // Journal of Economic Dynamics and Control. 1991. No.1. P. 151–177; Akitoby B., Komatsuzaki N., Binder A.J. Inflation and Public Debt Reversals in the G7 Countries // IMF Working Papers. 2014. No.14/96.

«автономных» интересов правительства связан с использованием инструментов косвенного налогообложения, обеспечивающих повышение доходов бюджета за счет увеличения цен (характерный случай относится к акцизам на бензин, которые правительства, как правило, не склонны снижать даже в условиях резкого роста цен на топливо, вызывающего недовольство избирателей). Действие соответствующих факторов, разумеется, может взаимно нейтрализоваться либо, наоборот, усиливаться. В частности, распыление номинированных в национальной валюте обязательств государственного долга среди неконсолидированных иностранных кредиторов может повышать стимулы к обесценению долга путем инфляции, в то время как концентрация этих обязательств в руках влиятельных групп национальных резидентов может снижать такие стимулы³⁴⁴.

Важнейшей чертой политико-экономических исследований проблем инфляции является пристальное внимание, уделяемое вопросам деятельности центральных банков. В отличие от других сфер экономической политики, где спектр регуляторных институтов широко варьирует от страны к стране, современные системы денежно-кредитной политики опираются на функционирование центральных банков как специализированных институтов, обладающих высокой степенью автономии от национальных правительств³⁴⁵. Принцип независимости центральных банков в настоящее время справедливо рассматривается в качестве одной из ключевых институциональных инноваций, обеспечивших возможность существенного повышения эффективности экономической политики путем выведения ее из-под контроля политически ангажированных субъектов и передачи соответствующих полномочий в руки максимально компетентных профессионалов³⁴⁶. Это, разумеется, не отменяет возможности оппортунистического поведения отдельных представителей руководства центральных банков (например, учета сиюминутных предпочтений политического руководства страны для обеспечения своего переназначения на следующий срок), однако существенно повышает шансы на обеспечение беспристрастной деятельности центрального банка как денежного регулятора. В то же время перевод денежно-кредитной политики из «политического» в «административное» русло и увязка критериев оценки деятельности руководства центрального банка со степенью достижения предусмотренных основополагающими документами приоритетов (к числу которых может относиться не только ценовая стабильность, но и другие значимые цели экономической политики – например, содействие созданию благоприятных условий для экономического роста и достижению максимальной занятости, как в случае Федеральной резервной системы США)³⁴⁷ обеспечивает как минимизацию рисков использования решений в сфере денежно-кредитной политики для реализации перераспределительных интересов

³⁴⁴ Последнее обстоятельство, в частности, относится к числу основных причин, обуславливающих непривлекательность инфляционных рычагов снижения высокого (порядка 240% ВВП) государственного долга Японии, основными держателями которого являются политически влиятельные представители старшего поколения японских избирателей и представляющие их интересы финансовые институты (см.: *The Fears about Japan's Debt Are Overblown* // *Financial Times*. 2017. September 5).

³⁴⁵ Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance // *Journal of Money, Credit, and Banking*. 1993. No.2. P. 157-162; Gärtner M. The Political Economy of Monetary Policy Conduct and Central Bank Design // *Readings in Public Choice and Constitutional Political Economy* / Ed. by Ch.K. Rowley and F.G. Schneider. – Boston: Springer, 2008. P. 423-446; *Central Banks at a Crossroads* / Ed. by Bordo M.D., Eitheim Ø., Flandreau M. and Qvigstad J. – Cambridge: Cambridge University Press, 2016.

³⁴⁶ Cukierman A. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future // *European Journal of Political Economy*. 2008. No.4. P. 722-736.

³⁴⁷ Section 2A. Monetary Policy Objectives. US Federal Reserve Act (<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>).

экономических групп с разными инфляционными предпочтениями, так и создание условий для нахождения максимально адекватных ответов на возникающие в соответствующей сфере вызовы. Данными обстоятельствами обуславливается признание безусловной ценности принципа независимости, несмотря на возникающие время от времени стимулы к коррекции имплицитных «контрактов» между правительствами и центральными банками, определяющих реальную степень автономии последних³⁴⁸.

Инфляция и политические циклы

Характер моделей, используемых в рамках экономико-политического подхода для анализа проинфляционных и антиинфляционных решений, в решающей мере зависит от того, за какими субъектами признается ведущая роль в принятии соответствующих решений. Для ранних моделей был характерен преимущественный акцент на изучении деятельности правительства, использующего инструментарий экономической политики для максимизации вероятности победы на выборах. Данные модели, описывающие движение экономики вдоль кривой Филлипса в зависимости от результатов и/или фазы электорального процесса³⁴⁹, легли в основу концепции политического делового цикла, пользовавшейся заметной популярностью на протяжении нескольких десятилетий.

В рамках данной концепции достаточно рано оформились два течения, основанные на принципиально разных представлениях относительно мотивов поведения политиков³⁵⁰. В рамках «партийно-идеологического» (partisan) варианта концепции предполагается, что конкурирующие между собой на выборах политические силы имеют априорно заданные предпочтения относительно доступных вариантов экономической политики, о характере которых можно судить, в частности, по содержанию партийных программ и по предыдущему опыту деятельности представителей соответствующих политических сил на государственных постах. В качестве стандартного примера традиционно приводились предпочтения низкой инфляции у Республиканской партии США и Консервативной партии Великобритании, с одной стороны, и готовность их оппонентов (Демократической партии США и Лейбористской партии Великобритании) жертвовать приоритетом ценовой стабильности в пользу расширения занятости. Чередование периодов высокой и низкой инфляции в рамках данного варианта концепции обуславливается, таким образом, самым фактом смены у власти представителей политических сил, имеющих разные предпочтения относительно темпов инфляции.

В свою очередь, в рамках «оппортунистического» (opportunistic) варианта концепции предполагается, что единственным мотивом для политических сил, участвующих в предвыборной конкуренции, является максимизация политической поддержки. В простейшей формулировке данного варианта концепции находящаяся у власти политическая сила (вне зависимости от своих идеологических предпочтений) в предвыборный период заинтересована в проведении

³⁴⁸ Bordo M.D., Siklos P.L. Central Banks: Evolution and Innovation in Historical Perspective // NBER Working Paper. 2017. No.23847 (<http://www.nber.org/papers/w23847>); Central Bank Independence Revisited // Keynote Address by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, at the Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States. Frankfurt am Main, 30 March 2017 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170330.en.html>).

³⁴⁹ Nordhaus W.D. The Political Business Cycle // Review of Economic Studies. 1975. No.2. P. 169-190; MacRae C.D. A Political Model of the Business Cycle // Journal of Political Economy. 1977. No.2. P. 239-263.

³⁵⁰ Мюллер Д. Общественный выбор. – М.: Издательство ГУ-ВШЭ, 2007. С. 574-609; Paldam M. Political Business Cycles // Perspectives on Public Choice: A Handbook / Ed. by D.Mueller. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. P. 342-370.

проинфляционной политики (в том числе путем наращивания бюджетных расходов и государственного долга), а то время как после выборов победившая политическая сила (опять-таки безотносительно к наличию у нее собственных предпочтений в соответствующей сфере) оказывается вынуждена проводить политику стабилизации для ликвидации последствий «инфляционного перегрева» экономики в предвыборный период. Чередование периодов проинфляционной и антиинфляционной политики в рамках моделей данного класса определяется, таким образом, фазой электорального цикла, а не конкретным исходом выборов в пользу той или иной партии.

Несмотря на значительные усилия исследователей, инвестированные в развитие «партийно-идеологических» и «оппортунистических» моделей политического делового цикла, в настоящее время они представляют интерес преимущественно для исследователей истории экономической мысли. Закат популярности соответствующих моделей с начала 2000-х годов был обусловлен целым рядом обстоятельств³⁵¹. Во-первых, результаты многочисленных эмпирических исследований, проведенных для тестирования сформулированных в рамках обоих направлений концепции гипотез, устойчиво не позволяли сделать однозначные выводы относительно их соответствия реальным фактам, характеризующим взаимосвязь между денежно-кредитной политикой и электоральным поведением. В этих условиях согласование эмпирических наблюдений с логикой концепции политических деловых циклов зачастую оказывается невозможным без радикальных предположений *ad hoc*, порой буквально переворачивающих эту логику с ног на голову³⁵². Даже в тех случаях, когда направленность обнаруженных эффектов не вызывает сомнений (как в ситуациях с «инфляционными предпочтениями» политических партий в США и Великобритании, о чем шла речь выше), их интерпретация остается неочевидной. В частности, «партийно-идеологические» предпочтения республиканцев в США и консерваторов в Великобритании относительно более низких темпов инфляции могут фактически отражать фактор «оппортунистической» ориентации на лоббистские запросы представителей финансового сектора, заинтересованных в поддержании положительных реальных процентных ставок и стабильности валютных курсов.

Во-вторых, инфляционные процессы в ряде случаев демонстрируют высокую устойчивость, которая в целом укладывается в логику «оппортунистического» подхода (в том смысле, что борьба с высокой инфляцией оказывается нецелесообразной для правительства вне зависимости от того, какая политическая сила его сформирует), однако собственно циклических характеристик в такой системе не наблюдается. Наиболее важный пример такого рода относится к проблеме стагфляции (сочетание экономического спада с высокими темпами инфляции), которая, как было показано М. Олсоном³⁵³, является результатом «институционального склероза», сопровождающегося доминированием на политическом рынке проинфляционно настроенных групп экономических субъектов. Возможны и обратные ситуации, когда устойчиво низкие темпы инфляции обуславливаются эффективной политикой центрального банка (поведение которого

³⁵¹ Обзор соответствующих критических аргументов см. в работах: Drazen A. The Political Business Cycle after 25 Years // NBER Macroeconomics Annual. 2000. P. 75-117; Dubois E. Political Business Cycles 40 Years after Nordhaus // Public Choice. 2016. No.1-2. P. 235-259.

³⁵² Примером является модель «обратного электорального делового цикла», предложенная в работе: Canes-Wrone B., Park J.K. Electoral Business Cycles in OECD Countries // American Political Science Review. 2012. No.1. P. 103-122.

³⁵³ Олсон М. Возвышение и упадок народов. Экономический рост, стагфляция и социальный склероз. – Новосибирск: ЭКОР, 1998.

лишь в ограниченной мере может быть учтено в моделях политического делового цикла, фокусирующих внимание на электоральных процессах). Анализ такого рода проблем требует инструментария, позволяющего моделировать устойчивое равновесие на политических рынках, а не чередование различных равновесных исходов в зависимости от фазы электорального процесса или результата выборов.

Однако наиболее важную роль в судьбе концепции политического делового цикла сыграли методологические проблемы, связанные с разрабатываемыми в ее рамках моделями. Тот факт, что избиратели от одного электорального цикла к другому позволяют политикам вводить себя в заблуждение относительно последствий реализации (и, тем более, отказа от реализации) их предвыборных обещаний, свидетельствует либо об ограниченной рациональности избирателей, либо – как в более поздних моделях с рациональными ожиданиями³⁵⁴ – об их близорукости и/или неспособности даже в долгосрочной перспективе преодолеть информационные ограничения, мешающие распознать источник неэффективности проводимой экономической политики. Соответствующие предположения находятся в очевидном противоречии с принципами экономико-политического подхода, сформулированными в начале главы. В этих условиях, сохраняя представление о зависимости проинфляционной (и антиинфляционной) политики от фазы электорального процесса³⁵⁵, исследователи все реже проводят связь между ними и циклическими колебаниями в экономике, сконцентрировав внимание на разработке более универсальных моделей, допускающими возможность анализа случаев устойчивого равновесия на политических рынках, характеризующегося высокими (либо, наоборот, низкими) темпами инфляции.

Равновесные модели регулирования инфляции

Доминирующий в настоящее время подход к разработке экономико-политических моделей, описывающих принятие проинфляционных и антиинфляционных решений в сфере экономической политики, опирается на определение условий максимизации целевой функции регулятора (будь то правительство, парламент или центральный банк) с учетом интересов всех субъектов политического рынка, предпочтения которых учитываются регулятором в конкретных политических и институционально-правовых условиях. При этом степень учета соответствующих предпочтений может зависеть как от фактических или ожидаемых действий этих субъектов (лоббирование, голосование на выборах, участие в протестной деятельности), так и от собственных представлений регуляторов о том, какие интересы в экономической сфере ему следует принимать во внимание. Эти представления, в свою очередь, могут зависеть от уровня профессиональной компетенции сотрудников и руководства регуляторных структур, их идеологических предпочтений, а также законодательно закрепленных требований к приоритетам деятельности этих структур, включая центральные банки. Именно формирование к началу 2000-х годов значительного корпуса соответствующих моделей, по строгости используемых предпосылок и универсальности получаемых выводов существенно превосходящих модели политического делового цикла, обусловило вытеснение последних на периферию внимания исследователей³⁵⁶.

³⁵⁴ Alesina A., Rosenthal H. *Partisan Politics, Divided Government, and the Economy*. – Cambridge: Cambridge University Press, 1995; Alesina A., Roubini N., Cohen G.D. *Political Cycles and the Macroeconomy*. – Cambridge: The MIT Press, 1999.

³⁵⁵ Drazen A., Eslava M. *Electoral Manipulation via Voter-Friendly Spending: Theory and Evidence* // *Journal of Development Economics*. 2010. No.1. P. 39-52; Brender A., Drazen A. *Elections, Leaders, and the Composition of Government Spending* // *Journal of Public Economics*. 2013. January. P. 18-31.

³⁵⁶ Обзоры специализированных моделей, предназначенных для анализа вопросов денежно-кредитной политики, практически одновременно были опубликованы в работах: Persson T., Tabellini G.

Действительно, модели максимизации целевой функции регулятора (известные также под содержательно менее удачным, но имеющим прочные традиции в литературе названием «модели политической поддержки» – political support models) имеют ряд важных преимуществ. Во-первых, с их помощью могут быть идентифицированы характеристики равновесия на политических рынках, определяющие соотношение проинфляционных и антиинфляционных решений в сфере экономической политики (и, соответственно, равновесный для данного состояния политико-экономической системы темп инфляции) не только вне зависимости от фазы электорального цикла, но и безотносительно к тому, проводятся ли вообще в данной политической системе выборы или нет. Более того, может быть проведена оценка устойчивости соответствующих характеристик в краткосрочном и долгосрочном периоде, с возможностью идентификации условий, способствующих формированию «инфляционных ловушек», когда деятельность субъектов политического рынка приводит к раскручиванию спирали инфляции либо к «консервации» высоких темпов роста цен на длительный период. Тем самым не только преодолевается один из ключевых недостатков моделей политического делового цикла, но и создаются инструменты политико-экономического анализа, равно применимые для изучения инфляционных процессов в демократических и недемократических системах.

Во-вторых, соответствующие модели позволяют анализировать существенно более широкий круг вопросов денежно-кредитной политики на национальном и международном уровне, влияющих на причины инфляционных процессов и возможности борьбы с ними – от репутации национального регулятора и уровня доверия к проводимой им политике до оценки реалистичности программ инфляционного таргетирования и специфики денежного регулирования в международных валютных союзах³⁵⁷. В-третьих, благодаря соответствующим моделям становится возможным непосредственное сопоставление характеристик денежно-кредитной политики в рамках альтернативных режимов ее выработки, когда ответственность за нее несут подверженные внешнему влиянию политические структуры, с одной стороны, и независимые центральные банки, с другой³⁵⁸. В-четвертых, аргументы, лежащие в основе соответствующих моделей, показали значительный аналитический потенциал в деле объяснения целого ряда актуальных вопросов денежно-кредитной политики и инфляционного регулирования, связанных, в частности, с текущими проблемами европейской валютной интеграции и использования инструментов количественного смягчения для борьбы с последствиями глобального экономического кризиса 2008-2009 гг.³⁵⁹

Особый интерес представляют выводы из моделей максимизации целевой функции регулятора, связанные с определением предпосылок для выработки эффективной антиинфляционной политики. Эти предпосылки можно описать в терминах следующих условий достижения равновесия на политических рынках (либо их комбинации):

Political Economics. Explaining Economic Policy. – Cambridge: MIT Press, 2000. P. 397-414 и Drazen A.

Political Economy in Macroeconomics. – Princeton: Princeton University Press, 2000. P. 149-157, 166-215.

³⁵⁷ Alesina A., Stella A. The Politics of Monetary Policy // Handbook of Monetary Economics / Ed. by B. Friedman and M. Woodford. – Amsterdam: Elsevier, 2010. P. 1001-1054.

³⁵⁸ Принципиально важное значение для разработки соответствующей проблематики имела работа Iversen T. The Political Economy of Inflation: Bargaining Structure or Central Bank Independence? // Public Choice. 1999. No.3--4. P. 237-258.

³⁵⁹ Cardinale I., Coffman D'M., Scazzieri R. The Political Economy of the Eurozone. – Cambridge University Press, 2017; Braun B. Speaking to the People? Money, Trust, and Central Bank Legitimacy in the Age of Quantitative Easing // Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Discussion Paper. 2016. No.16/12 (http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp16-12.pdf).

- 1) максимальная изоляция регулятора от влияния субъектов политических рынков, заинтересованных в проведении проинфляционной политики, и/или
- 2) доминирование на политическом рынке субъектов спроса на антиинфляционную политику (при относительной политической слабости групп, чьим интересам отвечает проведение проинфляционной политики), в сочетании с
- 3) готовностью субъектов, заинтересованных в проведении антиинфляционной политики, к несению издержек соответствующей политики.

Первое условие, на первый взгляд, соответствует классическому случаю передачи полномочий в сфере денежно-кредитной политики в руки независимого центрального банка, добросовестно реализующего свои законодательно определенные функции. Ситуация, однако, может оказаться более сложной, поскольку равновесный темп инфляции в экономике зависит не только от деятельности центрального банка, но и от решений, принимаемых органами, ответственными за другие сферы экономической политики (в частности, бюджетную и антимонопольную политику). Независимость соответствующих органов от интересов «проинфляционно настроенных» субъектов политических рынков обеспечить существенно труднее, так что даже при максимальной независимости центрального банка не исключена возможность раскручивания инфляционной спирали.

Второе условие также нуждается в комментариях. С одной стороны, широкий консенсус субъектов политического рынка по вопросу о необходимости проведения антиинфляционной политики представляет собой достаточно редкое явление и наблюдается главным образом в ситуациях галопирующей инфляции и гиперинфляции, когда неконтролируемый рост цен ставит под угрозу интересы большинства участников рынка. С другой стороны, даже при наличии такого консенсуса проведение эффективной антиинфляционной политики не является гарантированным. Один из наиболее важных результатов, полученных на основе рассматриваемых моделей применительно к вопросам макроэкономической стабилизации, заключается в том, что попытки противоборствующих групп субъектов воздействовать на процесс принятия политических решений таким образом, чтобы основное бремя издержек стабилизации в конечном итоге было возложено на группу-конкурента, может привести к отсрочке стабилизации даже тогда, когда все группы согласны с необходимостью ее проведения³⁶⁰. В этом случае осуществление мер макроэкономической стабилизации будет откладываться до того момента, когда издержки временного отказа от стабилизации для одной (или нескольких) ключевых групп превысят издержки, связанные с проведением стабилизации. В результате стабилизация будет проведена позже, чем это было бы необходимо с точки зрения экономической эффективности, а ее издержки будут возложены на субъектов, наиболее слабых политически (и экономически). В случае, когда инфляционное давление связано с наращиванием бюджетного дефицита, в роли таких субъектов, как правило, выступают группы населения с фиксированными доходами (преимущественно пенсионеры и бюджетники); таким образом, издержки отложенной стабилизации в конечном итоге оказываются возложены на тех, для кого они фактически оказываются максимально болезненными. Данный эффект в последние десятилетия хорошо документирован применительно к случаям секвестра государственных расходов в странах с развивающейся и переходной экономикой, столкнувшихся с необходимостью сокращения бюджетных дефицитов, а в последние годы – в затронутых кризисом странах еврозоны, решающих аналогичные задачи (в частности, в Греции).

³⁶⁰ Alesina A., Drazen A. Why Are Stabilizations Delayed? // American Economic Review. 1991. No.5. P. 1170-1188.

Разработка рекомендаций в сфере антиинфляционной политики

Жесткость рассмотренных выше условий проведения эффективной антиинфляционной политики и серьезные трудности, связанные соблюдением этих условий на практике³⁶¹, накладывают высокие требования на процесс подготовки предложений, направленных на борьбу с инфляционными процессами. В рамках экономико-политического подхода принято проводить четкое различие между рекомендациями, которые могли бы быть реализованы в том случае, если бы ориентированные на проведение оптимальной экономической политики эксперты могли сами формировать политику либо если бы не существовало политической оппозиции их предложениям, и рекомендациями, которые реально имеют шанс быть одобрены субъектами принятия политических решений с учетом существующих условий равновесия на политических рынках. Как показывает опыт, эти наборы рекомендаций совпадают между собой только в исключительных случаях³⁶². Поэтому оптимальный курс выработки предложений в сфере политики регулирования инфляции заключается в том, чтобы выбирать наиболее эффективные предложения из числа политически возможных (то есть практически реализуемых в условиях равновесия на политических рынках) рекомендаций. Алгоритм такого выбора может выглядеть следующим образом (см. рис. 10.1).

Рисунок 10.1. Алгоритм выработки рекомендаций в сфере антиинфляционной политики

На первом этапе идентифицируются причины возникновения инфляционных тенденций (неоптимальная денежно-кредитная политика, чрезмерные бюджетные расходы, монополистические практики ценообразования, структурные перекосы в экономике и т.д.), и определяется спектр возможных способов борьбы с ними (вариантов антиинфляционной политики). На втором этапе с использованием

³⁶¹ О проблемах их соблюдения в различных группах стран см., в частности, следующие работы: Frey B.S., Eichenberger R. The Political Economy of Stabilization Programmes in Developing Countries // European Journal of Political Economy. 1994. No.1. P. 169-190; Åslund A., Boone P., Johnson S. How to Stabilize: Lessons from Post-Communist Countries // Brookings Paper on Economic Activity. 1996. No.1. P. 217-291; Frieden J., Walter S. Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis // American Review of Political Science. 2017. P. 371-390.

³⁶² Подробнее об этом см.: Афонцев С.А. От исследований к рекомендациям: политико-экономический алгоритм // Журнал Новой экономической ассоциации. 2017. №3(35). С. 192-198.

формально-теоретического и прикладного эконометрического инструментария экономического анализа осуществляется расчет экономических издержек и выгод, сопряженных с реализацией каждого из рассматриваемых вариантов антиинфляционной политики с точки зрения общеэкономической эффективности, и ранжирование этих вариантов в соответствии со сравнительным уровнем их эффективности.

На третьем этапе проводится анализ политических интересов, связанных со снижением темпов инфляции (включая интересы сторонников и противников такого политического курса), и политических механизмов, которые могут быть задействованы для проведения в жизнь вариантов антиинфляционной политики, идентифицированных на первом этапе. Наконец, на четвертом этапе осуществляется оценка политических возможностей реализации вариантов антиинфляционной политики, ранжированных по степени их экономической эффективности, после чего отбирается наиболее эффективный из политически приемлемых вариантов и разрабатывается «дорожная карта» его реализации в рамках существующих политических механизмов.

Предложенный алгоритм определяет лишь общую содержательную схему задач, решаемых в ходе выработки рекомендаций для антиинфляционной политики. На практике определение возможных вариантов решения проблемы может идти параллельно с разработкой и/или оценкой модели, предназначенной для расчета издержек и выгод, а эта модель, в свою очередь, может опираться на учет целевых функций субъектов политического рынка, вовлеченных в процессы принятия решений по вопросам регулирования инфляции. Однако общие требования к нему в любом случае остаются неизменными: он должен быть ориентирован на максимальное использование существующих политических возможностей, исключая при этом как постановку экономически привлекательных, но политически недостижимых завышенных антиинфляционных приоритетов, так и искусственное смягчение целевых показателей инфляции в угоду конкретным субъектам политического рынка.

Часть 2. Специфика отдельных стран и регионов – инфляция и развитие

Глава 11. Инфляционный процесс в США

Стабилизация цен или низкая устойчивая инфляция в настоящее время является безусловной целью денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками всех развитых стран мира. Центральный банк США также придерживается этой политики, хотя и ставит задачу более широко.

В последние два десятилетия инфляция в США была относительно низкой и стабильной, и даже глубокий кризис 2007-2009 гг., который привел к резкому снижению производства и занятости, относительно мало, по историческим меркам, затронул инфляцию. Подобная ситуация коренным образом отличается от периода 1970-х – начала 1980-х годов, когда уровень инфляции под воздействием нефтяных шоков и слабой денежной политики ФРС достигал двузначных значений и ФРС приложила немало сил для борьбы с ней. В настоящее время перед США стоит другая проблема – низкий уровень инфляции, несмотря на политику мощного денежного стимулирования экономики США с 2008 по 2015 гг. Один из главных вопросов, на которые предстоит ответить ФРС: *как не допустить дальнейшего снижения уровня инфляции, которое может оказать негативное воздействие на экономику*. Кроме того, активно обсуждается и вопрос о том, каков *оптимальный показатель инфляции*, на который должна ориентироваться ФРС в своей будущей политике. Чтобы понять логику опасений и действий ФРС, необходимо рассмотреть инфляцию в США как долгосрочный процесс, подчиненный своим собственным закономерностям и глубоко связанный с общей экономической динамикой.

Федеральная резервная система (ФРС)

Федеральная резервная система США (ФРС или Федрезерв) – важнейший институт денежно-кредитной политики США. Она была создана в 1913 г. после ряда банковских кризисов (1873, 1893 и 1907 гг.) для выполнения функций центрального банка и выступает в качестве независимого федерального агентства правительства США. Структура ФРС отличается от структуры большинства центральных банков мира. В нее входят: Совет управляющих, 12 региональных федеральных резервных банков, а также банки-члены ФРС. Совет управляющих ФРС определяет основные направления денежно-кредитной политики и политики в области финансового регулирования. Он отвечает за выработку правил в области денежного обращения и платежных систем, устанавливает нормы обязательного резервирования для коммерческих банков, осуществляет надзор за региональными резервными банками и системой в целом. Его председатель и заместитель выбираются президентом США, а затем утверждаются Сенатом. Кроме того, в структуру ФРС входит Комитет по операциям на открытом рынке (Federal Open Market Committee), который непосредственно отвечает за проведение денежной политики, в частности, принимает решения о величине процентной ставки по федеральным фондам.

Главным принципом функционирования ФРС в рамках правительства США является ее независимость. Она обеспечивается процедурой назначения управляющих ФРС (носит асинхронный характер, что снижает вероятность того, что в Совете управляющих будут собраны «назначенцы» одного президента страны) и выборов президентов федеральных банков (директора резервных банков не назначаются политиками, а избираются профессионалами). Кроме того, независимость ФРС обусловлена тем, что Конгресс не выделяет ей ассигнований: операционные расходы ФРС оплачиваются из процентных доходов по ценным

бумагам, находящимся на балансе ФРС, а также комиссионных, которые резервные банки получают за услуги, оказываемые коммерческим банкам и другим финансовым институтам – за обработку чеков, перевод средств и т.д. (излишек доходов переводится министерству финансов США). Однако официальные лица ФРС обязаны отчитываться перед Конгрессом о своей денежной, регулятивной политике и о результатах своей финансовой деятельности.

Основной функцией ФРС является проведение денежной политики, то есть использование монетарных факторов для воздействия на спрос. Главными задачами такой политики в настоящее время в соответствии с законом о ФРС является *«достижение максимального уровня занятости, стабильных цен и умеренных долгосрочных процентных ставок»*³⁶³. Подобная целевая установка обычно трактуется как наличие у ФРС двойного мандата со стороны Конгресса США: достижение максимальной занятости и стабильных цен. Руководители ФРС разных лет трактовали этот двойной мандат в том смысле, что стабильные цены являются необходимым условием достижения максимального устойчивого экономического роста, занятости и производительности. Однако США, в отличие от многих других стран, законодательно не закрепили таргетирование инфляции. Соответствующий закон несколько раз вносился в Конгресс, но последний не решился брать на себя такую ответственность. Таким образом, инфляция и уровень занятости формально остаются в равной степени подконтрольными ФРС. Однако фактически и в США наблюдается сдвиг в сторону «гибкого» таргетирования инфляции.

Хотя понятия стабильности цен и денежной политики тесно связаны между собой, понимание того, какую политику следует проводить, чтобы обеспечить стабильность цен, – непростой вопрос. Проведение адекватной денежной политики требует от денежных властей точного измерения инфляции, чтобы понимать насколько текущая инфляция отличается от целевого показателя. Именно поэтому ФРС разрабатывает множество разных показателей инфляции. Большим «подспорьем» являются региональные резервные банки, которые специализируются на конструировании своих собственных показателей, но данные которых используются всеми экспертами ФРС, в том числе на уровне Совета управляющих.

ФРС проводит мониторинг разнообразных показателей, характеризующих состояние экономической активности, рынков труда, финансовых рынков, инфляции и инфляционных ожиданий, причем каждый из резервных банков специализируется на том или ином показателе. Так, в ФРС разработано и используется несколько интегральных показателей финансового стресса, которые отражают уровень неопределенности фундаментальной стоимости финансовых активов и представлений одних инвесторов о поведении других, степень информационной асимметрии в экономике, готовность инвесторов покупать рискованные активы и т.д. К ним относятся: показатель финансового стресса Федерального резервного банка Сент-Луиса (STLFSI), общенациональный показатель финансовых условий Федерального резервного банка Чикаго (NFCI), показатель финансового стресса Федерального резервного банка Канзас-сити (KSFSI), показатель финансового стресса Федерального резервного банка Кливленда (CFSI) и т.д. Применение широкого круга показателей дает ФРС многоплановую картину уровня неопределенности в экономике и облегчает проведение денежной политики.

Говоря о научной деятельности ФРС, нельзя не отметить и создание электронной базы данных важнейших макроэкономических и финансовых

³⁶³ Section 2A of Federal Reserve Reform Act of 1977, 12 USC 225a; Public Law 95-188, 91 Stat.1387. Закон 1977 о ФРС тесно связан с Законом о полной занятости и сбалансированном росте от 1978 г. (Full Employment and Balanced Growth Act), который предписывает правительству США поддерживать высокий уровень занятости и одновременно стабильный уровень цен.

показателей США и других стран мира – FRED. Она сформирована и поддерживается исследовательским подразделением Федерального резервного банка Сент-Луиса и является уникальной как по обилию данных, так и по легкости их использования. Любой, обратившись к сайту этого банка (<https://www.stlouisfed.org>), имеет возможность бесплатно получить громадный объем информации.

Показатели инфляции в США

В США для расчета инфляции используются показатели, охватывающие товары, важные для самых широких слоев населения – индекс потребительских цен (CPI), индекс цен (дефлятор) потребительских расходов (PCE), индекс цен (дефлятор) совокупных расходов (GDP). Эти индексы рассчитываются разными ведомствами США и по разной методике и соответственно несколько по-разному отражают общий рост цен в стране. Индекс CPI рассчитывается Бюро статистики труда США (BLS) на основе опросов 7 тыс. домохозяйств в городских агломерациях и показывает динамику цен на товары определенной потребительской корзины. Индекс цен PCE и индекс цен GDP рассчитываются Бюро экономического анализа Министерства торговли США (BEA) по несколько другой формуле³⁶⁴.

В США помимо *показателей общей инфляции* на основе индексов цен PCE и CPI, охватывающих максимальное количество товаров и услуг, рассчитываются также *показатели базовой (core) инфляции*, использующие те же индексы, но без учета крайне нестабильных цен на энергоносители и продукты питания: Core PCE и Core CPI³⁶⁵. Причины исключения этих товаров заключаются в том, что хотя расходы на энергоносители и продукты питания составляют значительную часть бюджета потребителей и во многом определяют стоимость жизни населения, скачки цен на эти продукты во многом носят временный характер. Изменения цен бензина или продуктов питания чаще всего вызваны природными или иными факторами на стороне предложения товаров, не подвластными ФРС, в то время как показатели базовой инфляции в значительной степени подвластны денежной политике ФРС. Как видно на рис. 11.1, показатель общей инфляции на основе дефлятора PCE более волатилен, нежели показатель базовой инфляции на основе того же индекса цен.

Рисунок 11.1. Соотношение общей и базовой инфляции в США на основе дефлятора PCE (2004-2015 гг., изменение за 12 месяцев)

³⁶⁴ Подробнее см.: McCully C.P., Moyer B.C., Stewart K.J. Comparing the Consumer Price Index and the Personal Consumption Expenditures Price Index // Survey of Current Business. 2007. November. P. 26-33.

³⁶⁵ Впервые термин «базовая инфляция» был введен экономистом Отто Экстайном в 1980 г. Эта концепция впоследствии была им доработана и представлена в монографии Eckstein O. Core Inflation. – Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1981.

На практике ФРС использует оба показателя – общей и базовой инфляции. Если некоторый шок предложения приводит к временному повышению цен на энергию, то показатель общей инфляции сначала резко возрастает, но затем столь же резко снижается. В этом случае средняя инфляция остается неизменной без каких-либо действий со стороны ФРС. Если бы ФРС принимала в расчет только показатель общей инфляции, то ее реакция на энергетический шок привела бы к ужесточению политики, снижению уровня занятости и инфляции. С учетом запаздывания эффектов денежной политики данное снижение произошло бы тогда, когда шок уже «испарился» и потребности в такой политике нет. Но если шок энергетических цен приводит к более длительному изменению относительных цен, что в конце концов может повлиять на сдвиг инфляционного тренда, то действия ФРС имеют важное значение для предотвращения дальнейших раундов влияния начальных шоков на общий уровень цен.

Имеются многочисленные исследования, показывающие, что все показатели инфляции в США имеют погрешности в измерении реального удорожания жизни. В частности все они имеют тенденцию несколько завышать реальный уровень инфляции, что *практически означает, что если ФРС в реальности хочет добиться нулевой инфляции, ей необходимо устанавливать положительные значения для целевого показателя инфляции*. Статистические исследования показали, что между всеми основными показателями инфляции в США существует долгосрочная зависимость, которая приводит к совместному взаимосвязанному изменению. Это означает, что если ФРС решает контролировать один из показателей, то она будет контролировать и другие³⁶⁶. Из совместной динамики инфляции выбивается только дефлятор ВВП, который расходится с показателем базовой инфляции на основе CPI (но он коинтегрирован с другими показателями). Некоторое расхождение, по мнению статистиков, связано с различиями в динамике производительности труда в производстве инвестиционных и потребительских товаров, а также в несколько разном долгосрочном влиянии нефтяных шоков на производство инвестиционных и потребительских товаров.

До 2000 г. в полугодовых отчетах Конгрессу США Совет управляющих ФРС описывал текущее состояние инфляции и прогнозы на будущее на основе индекса потребительских цен. Начиная с февраля 2000 г., отчеты Конгрессу США стали опираться на данные индекса цен PCE, в которых ошибка измерения меньше. Вместе с тем, поскольку большинство современных рыночных показателей инфляционных ожиданий основаны на индексе CPI, ФРС активно отслеживает динамику инфляции на основе и этого индекса, делая соответствующие корректировки, чтобы иметь возможность сопоставлять показатели.

В последнее время стали использоваться и другие показатели инфляции, которые рассчитываются региональными банками ФРС. В качестве примеров можно назвать показатель инфляции для товаров из корзины индекса CPI, цены на которые редко пересматриваются (Sticky CPI), рассчитываемый резервным банком Атланты, медианный показатель инфляции на основе индекса CPI (Median CPI), который рассчитывается резервным банком Кливленда, или уравновешенный (урезанный) средний показатель инфляции на основе индекса PCE (Trimmed Mean PCE), рассчитываемый резервным банком Далласа (как альтернатива индексу Core PCE).

Большая точность в отражении «центральной» инфляции достигается за счет дифференцированного подхода к отдельным категориям товаров и услуг. Например, в группе продуктов питания отбрасываются лишь наиболее волатильные в ценовом

³⁶⁶ Kiley M., Mauskorf E., Wilcox D. Issues Pertaining to the Specification of the Numerical Price-Related Objective for Monetary Policy // Division of Research and Statistics. Board of Governors of the Federal Reserve System. 2007. March 12. P. 23-24.

отношении компоненты. Для сравнения, при построении индекса Core PCE, отбрасывается вся группа «продукты питания». Уточненные показатели центральной инфляции представлены в таблице 11.1.

Таблица 11.1
Уровень инфляции в США на основе разных показателей (100 пунктов = 1%)

Показатель	Апрель 2015	Апрель 2016	Изменение
Sticky CPI	212	251	+ 39
Median CPI	218	245	+ 27
Core CPI	180	210	+ 30
CPI	-20	110	+ 130
Trimmed Mean PCE	160	171	+ 11
Core PCE	120	160	+ 40
PCE	10	100	+ 90

Источники: Bullard J., Slow Normalization or No Normalization // OMFIF City Lecture. 2016. May 26; расчеты на основе баз данных Федеральных резервных банков Сент-Луиса, Далласа и Кливленда.

Показатели общей инфляции долгое время (начиная с 2012 г.) значительно отставали от целевого уровня инфляции ФРС в 2%. Например, в апреле 2016 г. они составляли 1,1% и 1,0 % соответственно для CPI и индекса цен PCE. Причиной низкой общей инфляции непосредственно после кризиса был слабый спрос. Впоследствии важную роль играло снижение цен на нефть, энергоносители и некоторые сырьевые товары. Третьим фактором низкой инфляции был рост курса доллара, который приводил к снижению цен импортируемых в США товаров. Показатели базовой инфляции были существенно ближе к таргету. В то же время, исходя из положительной динамики всех показателей инфляции в 2015-2016 г. в направлении таргета, большинство исследователей сходилась к тому, что целевой показатель в 2% очень скоро будет достигнут. В 2017 г. ситуация изменилась. Все показатели инфляции стали снижаться. Особенно резко уменьшились показатели общей инфляции (как на основе индекса CPI, так и PCE), упав в мае 2017 г. ниже 2% (см. табл. 11.2).

Таблица 11.2
Уровень инфляции в США в 2017 г. (100 пунктов = 1%)

Показатель	Февраль 2017	Май 2017	Изменение
Sticky CPI	267	214	-53
Median CPI	251	228	-23
Core CPI	222	174	-48
CPI	280	187	-93
Trimmed Mean PCE	185	166	-19
Core PCE	176	139	-37
PCE	213	144	-69

Источник: ФРС США (<https://www.federalreserve.gov/>).

Причиной низкой общей и базовой инфляции в 2017 г. в США явилось замедление роста (а иногда и прямое падение) цен в таких сегментах, как выписываемые по рецепту лекарства и медицинские услуги, авиаперевозки и услуги беспроводной связи (услуги мобильных операторов)³⁶⁷. Поскольку вес медицинских услуг в индексе Core PCE больше, чем в индексе Core CPI, то слабый рост цен на медицинские услуги больше всего сказался на показателе Core PCE: он продемонстрировал наибольшее отставание от целевого показателя инфляции в

³⁶⁷ Williams J. Monetary Policy's Role in Fostering Sustainable Growth // FRBSF Economic Letter. 2017. August 7. P. 4.

2%. Свою роль сыграло и удешевление импортных товаров, связанное с ростом курса доллара.

Таким образом, исходя из того, что сутью монетарной политики является поддержание инфляции на целевом уровне, установленном центральным банком, можно сделать вывод, что *ФРС с 2012 по 2017 гг. не удалось достичь поставленной цели в области регулирования роста цен*. Цены в США не вернулись на прежнюю траекторию роста в 2%, которая была характерна для американской экономики в период с 1995 по 2012 гг. По некоторым расчетам, текущий уровень цен (на основе индекса цен PCE) находится на 4,6 п.п. ниже прежней траектории их роста³⁶⁸. Хотя положение не столь драматично, как в Японии (где начиная с 1997-1998 гг., рост цен на уровне 2% в год сменился стагнацией, а затем и снижением цен), сдвиг траектории роста общего уровня цен в США вызывает озабоченность денежных властей.

Нужно отметить, что в США, да и в других странах, широко обсуждался вопрос о том, чтобы цель денежной политики формулировалась не в терминах желаемой инфляции, а *в терминах желаемого уровня цен*. Такой вид регулирования имеет как преимущества, так недостатки для экономического развития.³⁶⁹ Например, председатель Федерального резервного банка Сан-Франциско Д. Уильямс считает, что новая схема позволит поддерживать цены на желаемом уровне и закреплять инфляционные ожидания даже в условиях низких процентных ставок. И лучше обсуждать эти вопросы сейчас, когда экономика находится на подъеме, а не ждать прихода нового кризиса³⁷⁰.

Долгосрочная динамика инфляции в США

В своей истории США несколько раз сталкивались с гиперинфляцией (1775-1783 гг. – война за независимость США; 1861-1865 гг. – Гражданская война, Первая мировая война, Вторая мировая война) и несколько раз с дефляцией во время экономических кризисов (1840-х, 1870-х, Великой депрессии 1930-х годов).

Что касается динамики общего уровня цен, то в истории США можно выделить две разных «эпохи». Первая эпоха длилась с момента образования США до момента возникновения ФРС и вступления США в Первую мировую войну, когда периоды высокой инфляции сменялись периодами дефляции, в результате чего цены колебались вокруг некоторого стабильного среднего уровня. Таким образом, хотя средний уровень цен на протяжении длительного времени был стабилен, инфляция была достаточно волатильной. В целом в период с 1790 по 1913 гг. среднегодовая инфляция составляла 0,4%, а коэффициент ее вариации – 13,2%³⁷¹.

Вторая эпоха длится с конца 1930-х годов по настоящее время. Для нее характерен постоянный рост общего уровня цен, но можно выделить два эпизода значительной инфляции – период войны и послевоенных лет (1941-1948 гг.) и период стагфляции (1973-1981 гг.). Затем, после длительных усилий ФРС и изменения самого подхода и методов борьбы с инфляцией, рост цен в 1990-е и 2000-е годы стал достаточно умеренным, а инфляция стала более стабильной. В целом за период с 1941 по 2016 гг. среднегодовая инфляция составляла 3,5%, а ее

³⁶⁸ Bullard J. Current Growth, Inflation and Price Level Developments in the U.S. // Speech at Keio University. 2017. May 26. P. 28-29.

³⁶⁹ Swensson L.E.O. Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? // Journal of Money, Credit and Banking. 1999. No.3-1 (August 1999). P. 277-295.

³⁷⁰ Williams J. Preparing for the Next Storm: Reassessing Frameworks and Strategies in a Low R-star World // FRBSSF Economic Letter. 2017. May 8. P. 3.

³⁷¹ Martin F. A Short History of Prices, Inflation Since the Founding of the U.S // The Regional Economist. 2017. Second Quarter (<https://www.stlouisfed.org>).

коэффициент вариации – 0,8%. В последний период с 1988 по 2016 гг. средний уровень инфляции составил 2,2%, а коэффициент вариации – 0,4%.

Анализируя данные динамики цен и инфляции за весь период 1790-2016 гг., можно утверждать, что с образованием ФРС и отменой золотого стандарта экономика США произвела своеобразный «размен» нулевой, но крайне нестабильной инфляции, на более высокую, но и более стабильную инфляцию. Сравнение ущерба от более высокой инфляции с выгодами более стабильной инфляции говорит о том, что выгоды оказались существенно больше – и компании, и население страны могут точнее прогнозировать будущее, что облегчает принятие решений на длительную перспективу, снижает издержки заключения долгосрочных контрактов, повышает стабильность финансовой системы. Еще одно важное различие состоит в том, что периоды высокой инфляции больше не сопровождаются периодами длительной и тяжелой дефляции, как это было в первую эпоху.

Фактическая динамика инфляции в США и ее тренд в период с 1960-2015 гг. представлены на рисунке 11.2 (график основан на проведенных сотрудниками Федерального резервного банка Нью-Йорка расчетах на базе неокейнсианской кривой Филлипса). В целом фактическая инфляция с 1960 по 2015 гг. в США колебалась вокруг среднего значения около 3% в год.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; authors' calculations.

Источник: Sbordone A., Shahanaghi S. How much do Inflation Expectations Matter for Inflation Dynamics? // Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York. 2015. September 23.

Рисунок 11.2. Инфляция, ее средние и трендовые значения в период с 1960 по 2015 гг. в США (годовой прирост, %)

Инфляция достигала двухзначных годовых значений около 14 и 12% в период нефтяных шоков 1970-х годов, резко упав примерно до 4% в 1980-е годы. Два эпизода повышения цен выше уровня 4% наблюдались в конце 1980 – начале 1990 годов и перед кризисом 2007-2009 гг. Падение общего уровня цен имело место на исходе циклических кризисов в 2003 и 2009 гг., но затем инфляция оставалась в зоне положительных значений ниже в 2%. В среднем фактическая инфляция в 1990-2000-е годы находилась на уровне 2%. Если говорить о тренде инфляции, то есть об инфляции, из которой исключены «шумы» и которая тесно связана с денежной политикой ФРС, то она была намного более устойчивой. Она выросла с 2,5% (на годовом уровне) в конце 1960-х годов до примерно 5% в середине 1970-х годов, а

затем начала плавное снижение до 3% в 1980-е годы и до примерно 2% в середине 1990-х годов, стабилизировавшись на этом уровне на долгие годы.

Сходные данные тренда инфляции на базе PCE дают расчеты Чикагского федерального резервного банка. Тренд инфляции в этом случае рассчитывается по-другому – на основе ожиданий инфляции в последующие десять лет, полученных из обследований профессиональных прогнозистов (Surveys of Professional Forecasters, SPF). Значения тренда общей инфляции в этом случае оказались несколько выше значений, представленных на рисунке 11.2, а значения центральной инфляции (также своего рода тренда общей инфляции) ниже этих значений. Тем не менее, очевидно, что средние фактические темпы роста цен в период 1980-2015 гг. неуклонно снижались, а значения тренда инфляции постепенно приближались к целевому показателю инфляции в 2%, установленному ФРС.

Смена инфляционных режимов в США и ее причины

Снижение инфляции с конца 1980-х годов сопровождалось общей стабилизацией этого процесса. Анализ разных индексов цен показывает, что существенно снизилось количество неожиданных скачков (innovations) инфляции, а также уменьшилась и общая ее изменчивость по сравнению с периодом 1970-1980 годов. В какой-то момент времени в 1990-е годы в США произошло резкое снижение волатильности инфляции. Иными словами, несмотря на то, что и в тот и другой период экономика переживала значительные колебания цен на энергоресурсы и разрушительные кризисы, изменчивость основных показателей инфляции в 1996-2015 гг. оказалась в 3-4 раз меньше, чем в 1973-1995 гг.

Вопросы уменьшения колебаний инфляции мало рассматривались в литературе, хотя снижение волатильности темпов роста реальных показателей исследовалось довольно широко, и именно поэтому период с 1995 по 2007 гг. получил название эпохи «Великого успокоения». Общая стабилизация инфляции явилась важным фактором повышения точности прогнозов цен и точности оценки финансовых рисков. В литературе дается несколько объяснений причин стабилизации инфляции. Одно из них состоит в том, что стабилизация инфляции в США произошла благодаря стабилизации инфляционных ожиданий – *гипотеза «закрепления» долгосрочных ожиданий*. И хотя, как показывают разные показатели инфляционных ожиданий, они никогда не были полностью закреплены, то есть продолжали реагировать на инфляцию и на другие шоки, реакция ожиданий на входящую информацию заметно снизилась по сравнению с 1970-1980-ми годами, что было прежде всего связано с приверженностью ФРС идее стабильности цен³⁷².

Существует и вторая версия причин стабилизации инфляции – гипотеза «разрыва причинно-следственной связи между ожиданиями и инфляцией». Если в 1970-1980-е годы изменения инфляционных ожиданий очень точно предсказывали изменения в последующей инфляции с коэффициентом, близким к единице (и наоборот), то в какой-то момент времени в 1990-х годах все показатели инфляционных ожиданий либо перестали коррелировать с инфляцией, либо стали обнаруживать отрицательную связь с ней³⁷³.

В связи с этим высказывается версия о существовании двух разных режимов – высокой и низкой инфляции: «когда инфляция низка, она может быть крайне

³⁷² Bernanke B. The Economic Outlook and Economic Policy // Speech delivered at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2010; Binder C.B. Whose Expectations Augment the Phillips Curve // Economic Letters. 2015. No.1. P. 35-38; Blanchard O. The US Phillips Curve: Back to the 60th? // Peterson Institute for International Economics Policy Brief. 2016. No. PB16-1 (January).

³⁷³ Nalewaik J. Inflation Expectations and the Stabilization of Inflation // Federal Reserve Board. 2016-035. P. 2-3.

несущественным фактором при принятии решений в области заработной платы и цен на уровне отдельных компаний и поэтому те, кто принимают решения, могут просто ее игнорировать, но когда инфляция вырастает, люди перестраивают свое поведение, чтобы учитывать инфляцию в полном объеме»³⁷⁴. Иными словами, в условиях высокой инфляции, инфляционные ожидания являются важнейшим фактором разогрева инфляции, а в условиях низкой инфляции предприниматели и работники вполне рационально могут особо не обращать на нее внимания и прежняя связь между инфляцией и ожиданиями нарушается. Возможно, низкая инфляция 1990-х годов подтолкнула людей к рациональному игнорированию инфляции, что по инерции обеспечило относительную стабильность самой инфляции в условиях более крупных шоков 2000-х годов.

Идея существования разных инфляционных режимов, в которых инфляция в отдельные периоды времени по-разному связана с циклическими показателями экономической активности, привела к появлению концепции *нелинейных кривых Филлипса*. В дискуссионной работе Совета управляющих ФРС предложена модель, в которой и динамика заработной платы, и изменение базовой инфляции (core PCE) рассматриваются как процессы, в которых возможен скачкообразный переход из одного режима в другой. В частности, предполагается, что характеристики заработной платы и цен в 1970-е и в 1980-е годы фундаментально отличаются от характеристик этих процессов в 1960-е годы и в 1995-2015 гг. в США: в первом случае идет речь о нестационарных режимах с кумулятивным эффектом воздействия циклической безработицы на инфляцию, а во втором – о стационарных режимах, когда эффекты циклической безработицы на инфляцию от периода к периоду не сохраняются и не накапливаются. Кроме того предполагается, что нелинейность проявляется в том, что после того, как ухудшение показателей рынка труда достигает определенного уровня, кривая Филлипса резко уплощается, то есть инфляционный процесс переходит в другой режим, и улучшение состояния экономики (снижение уровня безработицы и приближение к своему естественному уровню) практически не отражается на ценах и инфляции³⁷⁵.

Часть изменений в динамике инфляции связана с трансформацией экономики США: доля энергоресурсов в расходах по сравнению с серединой 1970-х годов резко сократилась. Заметно уменьшилось и участие работников в профсоюзах. Кроме того, произошел существенный сдвиг от производства товаров к производству услуг.

Другая часть изменений в динамике инфляции связана с трансформацией денежной политики ФРС. В ней наметился резкий уклон в сторону решительной борьбы с инфляцией и установления точной количественной цели для инфляции. Кроме того произошло кардинальное изменение во взглядах денежных властей на важность инфляционных ожиданий и необходимость управления этими ожиданиями.

Наконец, произошли большие изменения в теории и методах моделирования инфляции («революция» рациональных ожиданий и др.), а также накопление обширных массивов данных об ожиданиях из опросов домашних хозяйств, фирм, профессиональных прогнозистов. Эта группа факторов хотя и не влияла на саму динамику инфляции, но позволила лучше ее понять и измерить.

Роль глобальных факторов в динамике инфляции в США

В последние десятилетия годы сложилось представление, что снижение инфляции и снижение чувствительности инфляции к колебаниям выпуска и экономической активности в США в значительной мере связано с влиянием на

³⁷⁴ Akerlof G., Dickens W., Perry G. Near Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve // Brookings Papers on Economic Activity. 2000. No.1. P. 1-60.

³⁷⁵ Nalewaik J. Non-Linear Phillips Curves with Inflation Regime-Switching // Federal Reserve Board. 2016-078.

инфляцию глобальных факторов, которые ослабляют действие внутренних факторов. Наиболее очевидный канал такого влияния – прямое воздействие цен импортируемых товаров и услуг на инфляцию вследствие присутствия этих товаров в индексах потребительских цен, которые таргетируются ФРС.

Кроме того, цены импорта и цены на нефть могут иметь косвенное воздействие на инфляцию в случае роста издержек производства и перенесение его в цены других товаров. Другой канал косвенного воздействия цен импортных товаров – через воздействие на рынок труда, когда номинальная заработная плата зависит от цен на импортируемые потребительские товары. В этом случае снижение цен импорта может увеличивать реальную заработную плату, снизив запрос работников на повышение номинальной заработной платы, что отразится на умеренном росте цен готовой продукции. Еще один косвенный канал связан с тем, что снижение цен импорта может сократить возможности для роста цен на конкурирующую продукцию внутри США. Поскольку цены на многие товары задаются извне, то американским фирмам остается только одно – контролировать, насколько это возможно, рост издержек. Говоря более формальным языком, глобальная конкуренция и снижение цен импорта приводят к тому, что кривая спроса на продукцию американских производителей становится более эластичной, когда небольшое повышение цены готовой продукции может приводить к более резкому, чем прежде снижению объема продаваемой продукции. Возможности американских производителей повышать цены заметно снижаются.

Глобальные факторы могут действовать на инфляцию еще по одному каналу: через снижение чувствительности заработной платы к состоянию внутреннего рынка труда³⁷⁶. Если, например, американские компании, размещающие заводы в разных странах мира, имеют возможность переносить производство товаров в страны с более низкими расходами на заработную плату, то они не будут повышать заработную плату на своих заводах в США даже при хорошей экономической конъюнктуре. Говоря в целом, глобальные факторы могут подрывать переговорную силу американских работников, повышая у них страх потерять работу, уменьшая их претензии на повышение заработной платы и приводя к снижению инфляции.

Еще одним важным каналом воздействия глобализации на инфляцию является динамика производительности. Высказывалось мнение, что рост глобальной конкуренции повысил способность американских фирм к нововведениям в области организации производства, таким как аутсорсинг вспомогательных производств, услуг в сфере информационных технологий и т.д., что привело к росту производительности труда и снижает инфляционное давление издержек. Это происходит до тех пор, пока повышение заработной платы не сводит на нет выигрыш в эффективности производства. В то же время формальная оценка роли данного канала в снижении инфляции в США достаточно сложна.

Существует целая группа эмпирических работ, исследующих наличие прямой и косвенных связей между ценами импортных товаров и инфляцией в США (и других развитых государств). Например, панельное исследование МВФ восьми развитых стран мира показывает, что замедление роста относительных цен импорта с 1997 по 2005 гг. оказывало очень незначительное воздействие на общую инфляцию. Для США этот эффект означал, что падение относительных цен импорта на 1% уменьшало инфляцию на базе индекса CPI всего на 0,15 п.п. через год после ценового шока и на 0,06 п.п. по прошествии трех лет после него³⁷⁷. Исходя из этих оценок, как показали расчеты МВФ, снижение относительных цен импорта (помимо

³⁷⁶ Yellen J. Monetary Policy in a Global Environment // Speech at the Euro and the Dollar in the Globalized Economy Conference. 2006. May 27. P. 4.

³⁷⁷ Ibid. P. 6.

нефти и газа) в период с 1997 по 2005 гг. уменьшало инфляцию в США незначительно³⁷⁸. Эти расчеты совпадали и с расчетами ФРС³⁷⁹.

В предкризисный период возник и другой круг работ, который объяснял меньшую чувствительность инфляции в США к показателям циклического использования внутренних ресурсов в связи с тем, что показатели инфляции в США стали больше реагировать на степень использования ресурсов в глобальном масштабе. Иными словами, даже в условиях функционирования экономики, близком к потенциально возможному на уровне отдельной страны, инфляция растет медленно, поскольку существует избыток мощностей и недоиспользование ресурсов в глобальном масштабе. Сторонниками этой гипотезы выступили представители Банка международных расчетов Борио и Филардо, утверждавшие, что показатель «глобальных избыточных мощностей» имеет все большее значение для объяснения внутренней инфляции в США³⁸⁰. Аналитический отдел Совета управляющих ФРС провел самостоятельное исследование гипотезы о том, что глобализация повысила роль международных факторов и уменьшила роль внутренних факторов в динамике инфляции в развитых странах мира. Анализ на основе стандартных кривых Филлипса для 11 развитых стран мира в период с 1977 по 2005 гг. и использование этих оценок для тестирования разных вариантов гипотезы о более тесной взаимосвязи глобализации и инфляции в целом показал, что поддержка данной гипотезы эмпирическими данными достаточно слаба³⁸¹.

Исследователи в связи с этим выдвинули два важных предположения. Либо инфляция в развитых странах мира действительно оказалась не настолько подверженной глобализации, как считали многие исследователи в середине 2000-х годов, либо, хотя международные условия и стали оказывать большее воздействие на инфляцию на уровне отдельных стран, этот эффект очень трудно доказать на основе имеющихся данных.

Действительно в 1970-1980-е годы энергетические шоки быстро и в полном объеме переносились в показатели базовой инфляции (Core PCE и Core CPI). В дальнейшем, в 1990-е и 2000-е годы, степень переноса изменений импортных цен и цен энергоносителей в цены готовой продукции значительно упала³⁸². Речь идет прежде всего об ослаблении эффектов «второго раунда» воздействия импортных цен на цены готовой продукции – через рост издержек производства, хотя импорт и стал более важным компонентом издержек. Ослабление эффектов «второго раунда» в 1990-2000-е годы, вероятно, было связано с уменьшением частоты корректировки цен на уровне фирм³⁸³. Существенное значение имело и закрепление инфляционных ожиданий, когда любые шоки, в том числе и сырьевые, оказывают меньшее воздействие на ожидаемую, а затем и фактическую инфляцию. Важную роль в снижении роли «второго раунда» скачков импортных цен на общую инфляцию играло и изменение структуры импорта в пользу товаров высокой степени переработки, чьи цены не перекладываются в издержки и цены других товаров.

³⁷⁸ IMF World Economic Outlook. April 2006. Chapter 3.

³⁷⁹ Kohn D. Globalization, Inflation and Monetary Policy // Remarks at the James R. Wilson Lecture Series, The College of Wooster, Wooster, Ohio. 2005. October 11.

³⁸⁰ Borio C., Filardo A., Globalization and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation, mimeo // BIS. 2006. March.

³⁸¹ Ihrig J. et al. Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis // International Finance Discussion Papers 891. Board of the Governors of the Federal Reserve System. 2007. April.

³⁸² Hooker M. Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime // Journal of Money, Credit and Banking. 2002. No.2 (May). P. 540-561; BIS 85th Annual Report. June 2015. Chapter 4. P. 70 (<https://www.bis.org>).

³⁸³ Mishkin F. Inflation Dynamics // NBER Working Paper No.13147. June 2007. P. 12-13.

Заслоном от колебаний импортных цен, возможно, служила и курсовая политика ФРС, поскольку фирмы и население в условиях низкой и устойчивой инфляции ждали от ФРС соответствующей жесткой политики и в области валютного курса. Сглаживание шоков цен на импорт товаров с помощью курса доллара не позволяла раздувать внутренние издержки на сырье и энергию, даже если скачки цен на мировых рынках были значительны. Иначе говоря, гибкий валютный курс играл важную роль в снижении эффектов глобализации на внутреннюю экономику и уровень инфляции в США в этот период. Непосредственное воздействие импортных цен на индекс цен (PCE и CPI), напротив, росло, поскольку доля энергопродуктов, импортных продуктов и товаров, участвующих в глобальной конкуренции увеличилась. Так, доля импорта в структуре ВВП США увеличилась с 4% в 1960-х годах до 17% накануне 2007 г., а сейчас находится на уровне около 15%. Импорт стал важной частью и потребительской корзины американцев.

При этом эмпирические данные показывают, что *для США характерен более низкий, чем для других развитых странах, показатель переноса курса доллара в цены импорта*, а затем и в общий рост потребительских цен: по некоторым расчетам повышение стоимости другой валюты в долларах или обесценение доллара на 10% вплоть до середины 2000-х годов в среднем приводило к росту цен импорта на 4%³⁸⁴. Столь низкая степень переноса, как считают исследователи, во многом связана с тем, что иностранные экспортеры хотят поддерживать стабильность цен для рынка США, чтобы сохранить свою долю на нем.

Еще одним важным фактором меньшей зависимости цен импорта от колебаний курса в США является то, что 95% импортируемых в США товаров исходно котируются в долларах³⁸⁵. Наконец, меньшему переносу колебаний обменного курса в цены способствует глобальное снижение инфляции.

Интеграция рынков капитала и формирование долгосрочных инфляционных ожиданий в США

Особая тема влияния глобализации на инфляцию в США – растущая интеграция рынков капитала и соответственно чувствительность глобальных потоков капитала к разнице процентных ставок в разных странах, а также чувствительность внутренних процентных ставок и доходности активов в США к ставкам на мировых финансовых рынках.

Доходность зарубежных активов (особенно в периоды расхождения денежной политики США и еврозоны) может влиять на доходность американских активов, оказывая воздействие и на инфляционные ожидания в США, закреплённость которых представляется важнейшим достижением ФРС в 1990-2015 гг. В последние годы появилось много работ, утверждающих, что реальные долгосрочные ставки процента на активы, выраженные в разных валютах, более тесно коррелируют друг с другом, чем краткосрочные ставки, то есть наблюдается увеличение корреляции доходности американских и европейских долгосрочных казначейских бумаг. В некоторых работах предлагается даже говорить о «мировой» долгосрочной процентной ставке³⁸⁶. Важнейшую роль в интеграции рынков капитала играют ставки по казначейским облигациям США, но иногда, когда денежная политика в США и в еврозоне начинают отличаться друг от друга, эти ставки сами могут больше зависеть от процессов на мировых рынках, чем от внутренних факторов. Расчеты

³⁸⁴ Campa J., Goldberg L. Path-through of Exchange Rates to Consumption Prices: What has Changed and Why // NBER Working Paper. No.12547. June 2006; Valderma D. Does a Fall in the Dollar Mean Higher U.S. Consumer Prices? // FRBSF Economic Letter 2004-21 (August 13).

³⁸⁵ Humpage O. Exchange Rate Path-Through and US Prices // Meet the Authors. Federal Reserve Bank of Cleveland. 2015. March 24.

³⁸⁶ Low Long-Term Interest Rates as a Global Phenomenon // BIS Working Paper. 2016. No.574 (August).

сотрудников ФРС с использованием оригинальной статистической методики показали, что глобальные события и процессы в последнее десятилетие были важным фактором динамики доходности ценных бумаг и инфляционных ожиданий внутри США, однако начиная с середины 2014 г. глобальные факторы, связанные с рынками капитала, стали оказывать существенно меньшее воздействие на доходность бумаг и ожидания инфляции в США³⁸⁷.

Исследователи исходят из того, что доходность облигаций в США все последнее десятилетие обнаруживала тенденцию к снижению. Так, если доходность обычных 10-летних облигаций перед кризисом составляла 4,5%, а доходность 10-летних индексированных относительно инфляции облигаций 2,5%, то в послекризисный период доходность обычных облигаций в среднем снизилась до 2%, а доходность индексированных облигаций – до 0%. В 2012-2013 гг. доходность индексированных облигаций даже была отрицательной.

Расчеты показывают, что в 2007-2010 гг. существенное снижение доходности американских казначейских облигаций было прежде всего связано с шоками внутри страны, главным из которых было кризисное снижение производства и выпуска. Этот результат согласуется с тем ущербом, который нанес американской экономике экономический и финансовый кризис. Но существенное воздействие на доходность американских облигаций оказали и глобальные факторы, прежде всего связанные с падением спроса и производства в других странах мира, а также поиском инвесторами «надежных» ценных бумаг. В период с 2010 г по середину 2014 г. снижение доходности американских казначейских облигаций было еще значительнее. Главными факторами снижения доходности стали внутренняя политика денежного смягчения ФРС, а также шоки глобальной дефляции, связанные с более агрессивной политикой стимулирования экономики, проводившейся ЕЦБ в еврозоне. Наконец, период с середины 2014 г. в США стал временем, когда условия рынка труда США продолжали улучшаться и ФРС объявила о готовности повысить целевую процентную ставку. Можно было бы ожидать, что это приведет к повышению доходности американских ценных бумаг, как обычно происходит накануне ожидаемого ужесточения денежной политики. Ожидания инфляции также имеют склонность повышаться накануне роста целевой ставки процента, так как укрепление экономики ассоциируется у населения с повышением цен. Однако в нарушение традиционных представлений, доходность бумаг и ожидания в США не только не выросли, но упали. Это объяснялось прежде всего шоком на стороне предложения, то есть резким падением цены на нефть.

Инструменты контроля над инфляцией и денежная политика в условиях низких процентных ставок

Вплоть до начала 1980-х годов главным инструментом влияния ФРС и других центральных банков на экономику и рост цен было регулирование роста денежной массы. Начиная с 1977 г. ФРС следует двойному мандату, регулируя инфляцию и занятость, а также воздействуя на долгосрочные ставки процента, но при этом не устанавливая точных значений долгосрочных целей. 25 января 2012 г. Комитет по операциям на открытом рынке впервые опубликовал четкое количественное значение для долгосрочной инфляции, измеряемой на основе годового изменения дефлятора потребительских расходов, на уровне в 2%, но не зафиксировал точный долгосрочный целевой показатель для уровня занятости.

Отказавшись от использования инструмента денежной массы, ФРС стала контролировать уровень инфляции, опираясь на краткосрочную номинальную

³⁸⁷ Macroeconomic Sources of Recent Interest Rate Fluctuations // FEDS Notes, Federal Reserve Board. 2016. June 2.

процентную ставку (промежуточную цель денежной политики) на рынке федеральных фондов, то есть на рынке банковских резервов. Технически традиционная политика ФРС заключается в том, что Комитет по операциям на открытом рынке устанавливает целевую ставку на рынке федеральных фондов и отправляет директиву в Федеральный резервный банк Нью-Йорка, который несет ответственность за достижение целевой ставки с помощью интервенций на открытом финансовом рынке – продажи и покупки государственных ценных бумаг, находящихся на балансе ФРС. При продаже бумаг ФРС накачивает ликвидностью банковскую систему, а при обратном выкупе бумаг – изымает ее.

Отклонение инфляции от целевого значения – важнейший параметр, на который ориентируется ФРС при регулировании целевой процентной ставки. Стандартная политика ФРС, заключается в том, чтобы увеличивать целевой номинальный процент тогда, когда инфляция выше 2%, и снижать его, когда инфляция ниже 2%. Смысл в том, что повышение ставки процента сокращает расходы, охлаждает экономику и уменьшает инфляцию, а снижение номинального процента увеличивает расходы, подогревает экономику и повышает инфляцию.

Разумеется, процесс изменения целевой ставки ФРС более сложен и учитывает не только отклонение инфляции от целевого значения, но и отклонение выпуска от потенциального возможного уровня, а также уровень естественного (равновесного реального) процента³⁸⁸. Естественная ставка процента задает точку отсчета для оценки денежной политики: *если целевая ставка по федеральным фондам ниже естественной ставки процента, то политика является стимулирующей, если целевая ставка по этим фондам выше естественной, то политика является сдерживающей*. В целом процесс принятия решений ФРС описывается некоторыми правилами, например, правилом Тейлора³⁸⁹. Большинство правил денежной политики включают в себя уровень естественного процента.

Эффективность стандартной денежной политики зависит от ожиданий рыночных агентов действий ФРС. Существенно, что рынок федеральных фондов – это децентрализованный, внебиржевой рынок, на котором отдельные участники сами ищут партнеров по сделке и сами устанавливают ставки: на рынке одновременно используется множество ставок, которые могут отклоняться от целевой ставки. Ключевым вопросом «согласия» участников с целевой ставкой является чувствительность рыночных ставок к решениям ФРС. Принято считать, что ФРС имеет возможность влиять на *ожидания по всему спектру кривой доходности – как на краткосрочные, так и долгосрочные* рыночные ставки.

В послекризисный период с 2008 по 2014 гг. ФРС активно проводила и *нетрадиционную денежную политику* – политику крупномасштабной покупки долгосрочных активов (LSAP), которую также называют политикой количественного смягчения (QE). Главный мотив LSAP – *воздействие на долгосрочные процентные ставки не через ожидания, а через эффекты спроса и предложения на рынке долгосрочных облигаций*: по мере покупки ФРС долгосрочных облигаций их цена растет, а доходность падает, даже если ожидания будущих краткосрочных ставок не изменились. Предполагалось, что уменьшение долгосрочных процентных ставок

³⁸⁸ Равновесный реальный процент должен обеспечивать уровень выпуска, близкий к потенциальному, полное использование имеющихся ресурсов и стабильную инфляцию в среднесрочном и долгосрочном периодах. Этот процент устанавливается после того как уже прошла полная подстройка цен и заработной платы, позволяющая уравнивать спрос и предложение на уровне полной занятости. В идеале, если отклонения инфляции и выпуска от целевых значений равны 0, то целевая ставка ФРС должна совпадать с равновесным процентом.

³⁸⁹ Taylor J.B. An Historical Analysis of Monetary Policy Rules // NBER Working Paper No.6768. October, 1998.

действует на экономику практически так же, как снижение краткосрочной целевой ставки: издержки заемщиков снижаются, доступность капитала и кредита растет.

Политика количественного смягчения создала механизмы поддержки спроса на важнейших финансовых рынках, поддержала ипотечные рынки и способствовала значительному оживлению экономики. Она явилась способом стимулирования экономики, когда возможности использования стандартной политики были почти исчерпаны. Однако важнейшим ее следствием явилось существенное снижение долгосрочных номинальных процентных ставок и резкое увеличение баланса ФРС. Нетрадиционная денежная политика в настоящее время признается эффективной, но недостаточной, чтобы полностью обезопасить экономику от вхождения в зону нулевых или отрицательных номинальных процентных ставок³⁹⁰. Важной причиной снижения номинальных ставок стало также падение естественного процента (этот процесс развивался относительно независимо от денежной политики ФРС).

ФРС стремится постепенно вернуться к традиционной денежной политике и, соответственно, с конца 2015 г. проводит очень осторожное повышение целевой краткосрочной процентной ставки. Расчеты аналитиков ФРС показывают, что в условиях низкого равновесного реального процента, с которым столкнулась экономика США, а также систематического отклонения инфляции и уровня экономической активности от желаемого уровня, *использование простых правил денежной политики оказывается нецелесообразным*. Кроме того, модельные симуляции показывают, что до тех пор, пока уровень инфляции или деловой активности не превысит долгосрочных целевых показателей ФРС, *властям следует продолжать политику денежного стимулирования*³⁹¹. Президент федерального резервного банка Чикаго Чарльз Эванс выразил этот взгляд более образно: «Некоторые исследователи по-прежнему основное внимание уделяют риску того, что политика ФРС может чрезмерно стимулировать экономику, что сначала повысит инфляцию выше целевого уровня в 2%, а затем потребует от ФРС резких ограничительных мер. Я могу сказать, что подобные страхи в настоящее время слишком преувеличены и похожи *на взгляды генералов, победивших в прошлой войне*. Сегодня, рассматривая опыт и других стран мира, я считаю, что *большой риск* заключается в том, что инфляция в США не вернется к нашей симметрично понимаемой цели в 2% в обозримом будущем»³⁹².

Рассматриваются и варианты повышения целевого уровня инфляции: «Если именно низкий уровень равновесного реального процента является причиной того, что экономика часто оказывается на нижней границе процентных ставок (ELB), то естественной реакцией должно быть стремление повысить целевой уровень инфляции: в соответствии с уравнением Фишера, более высокая в среднем инфляция ведет к более высоким в среднем номинальным процентным ставкам и попадание на нижнюю границу процентных ставок будет происходить реже»³⁹³. Однако вопрос перехода к новому целевому показателю инфляции находится в стадии активного обсуждения, учитывая неопределенность и значительные издержки более высокого тренда инфляции.

³⁹⁰ Опасность низких процентных ставок заключается в том, что они могут способствовать снижению инфляционных ожиданий. Если в ожиданиях рыночных агентов представления о низкой инфляции закрепятся, то возможен дальнейший рост реального процента, отмена многих запланированных расходов, ослабление спроса и новый виток снижения цен, так как степень денежного стимулирования с помощью номинальной ставки по федеральным фондам падает при снижении ожидаемой инфляции.

³⁹¹ Kiley M., Roberts J. Monetary Policy in a Low Interest Rate World // Brookings Papers on Economic Activity. BPEA Conference Drafts. 2017. March 23-24. P. 45.

³⁹² Evans L. Conducting Monetary Policy in an Evolving Environment // Federal Reserve Bank of Chicago. 2016. October 11.

³⁹³ Kiley M., Roberts J. Op. cit. P. 29.

Глава 12. Проблемы инфляции и дефляции в еврозоне

Наряду с ведущей экономической державой США, инфляционные процессы в которой оказывают заметное влияние на весь мир, большой интерес для изучения динамики цен представляет еврозона – самое экономически мощное наднациональное объединение с единой валютой. Вместе с тем нельзя забывать, что еврозона – явление относительно новое для мировой экономики, ему еще нет даже двух десятков лет. При этом единая денежно-кредитная политика Европейского центрального банка (ЕЦБ), как особенно ярко показал кризис в еврозоне, ставший продолжением мирового финансового кризиса 2007-2009 гг., не в состоянии учесть все разнообразие нынешних 19 стран-членов еврозоны. Показательно, что в ноябре 2017 г. инфляция в еврозоне в годовом исчислении составила 1,5% (увеличившись по сравнению с ноябрем 2016 г. на 0,9 п.п.), однако разброс по 19 странам составил от 4,5% в Эстонии и 4,2% в Литве до 0,2% на Кипре, 0,5% в Ирландии, 0,9% в Финляндии, 1,1% в Греции и Италии, 1,2% во Франции. В крупнейшей стране – Германии – показатель составил 1,8%³⁹⁴. Можно вспомнить и о больших внутристрановых контрастах в уровне инфляции, например, между федеральными землями Германии или областями Италии³⁹⁵ (проблеме, которая актуальна для многих крупных стран, включая Россию).

Специфика еврозоны, однако, не только в том, что она объединила страны и их части с различной динамикой и структурой экономики и иными немонетарными факторами инфляции, но и в том, что в нее вошли государства с разными традициями денежно-кредитной политики. Поэтому данная глава начинается с обзора некоторой страновой специфики, а лишь потом рассмотрена политика ЕЦБ. Особое внимание уделено странам Южной Европы – Италии и Греции, которые испытывали немало периодов высокой инфляции, а потом довольно сложно адаптировались к еврозоне, во многом построенной по германской модели денежно-кредитной политики.

ФРГ и Франция: теоретические основания регулирования инфляции

В период Веймарской республики Германия продемонстрировала пример одной из самых впечатляющих гиперинфляций в мире. Крах нацистской Германии также сопровождался всплеском инфляции. На этом фоне еще заметнее выглядит успех западногерманского экономического возрождения, обеспеченный политикой, которая была основана на представлениях немецких ордолибералов, не ограничившихся идеями о частной собственности на средства производства и конкуренции как двигателе экономического развития. Важное внимание ими уделялось также недопущению искажения рыночных процессов благодаря стабильной денежной политике (через регулирование процессов инфляции) и внедрению не подверженной государственному влиянию структуры рыночных цен³⁹⁶.

Теоретические представления В. Ойкена и его единомышленников были на практике доказаны реформами команды Л. Эрхарда, одним из важнейших элементов которых было обеспечение стабильности цен. При этом ключевое внимание уделялось именно низкой динамике цен внутри ФРГ, а не колебаниям валютного курса. Вместе с тем Л. Эрхард не просто провел денежную реформу в западных оккупационных зонах Германии (тем более известно, что ее разрабатывали с

³⁹⁴ Eurostat Newsrelease. 2017. No.195 (December 18; <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8542273/2-18122017-AP-EN.pdf/9d4c15d8-06e6-4e62-9007-75f6a6d175db>).

³⁹⁵ Одно из первых исследований по региональным контрастам в инфляционных процессах еврозоны – Beck G.W., Hubrich K., Marcellino M. Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the US // ECB Working Paper. 2006. No.681.

³⁹⁶ См.: Ойкен В. Основные принципы экономической политики: пер. с нем. – М.: Прогресс, 1995.

помощью советников из США), а вписал ее в комплекс экономических реформ, радикально изменивших механизм регулирования экономики в Западной Германии в сторону ордолиберальных принципов социального рыночного хозяйства. Однако успех был обеспечен не только правильно выбранной экономической стратегией, но и активным пропагандистским воздействием на население при запуске реформы (сопровождаясь «ручным» управлением в розничной торговле в первые недели введения новой марки)³⁹⁷.

Введенная в 1948 г. немецкая марка обесценилась намного меньше остальных ведущих валют – к концу 1996 г. от первоначальной стоимости марки по сравнению с 1949 г. все еще оставалось 27,3%, тогда как у швейцарского франка – только 23%, у доллара США – 15%, у французского франка – 6,7%, у фунта стерлингов – 5,3%³⁹⁸. При этом ФРГ наиболее последовательно на фоне других стран соблюдала после Второй мировой войны принцип независимости центрального банка (именно от Бундесбанка этот принцип унаследовал ЕЦБ).

Хотя принципам ордолиберализма формально в ФРГ следуют до сих пор все правительства с участием христианских демократов, уже во второй половине 1960-х годов в стране произошел демонтаж отдельных принципов классического «социального рыночного хозяйства». Так, с именем социал-демократа К. Шиллера, министра экономики, а затем и финансов при канцлере В. Брандте, связывается внедрение концепции «глобального регулирования», в рамках которой в ФРГ тщетно пытались одновременно достичь сразу четыре цели – стабильность цен, низкую безработицу, устойчивый экономический рост и равновесие платежного баланса.

В объединенной Германии также есть разные взгляды на регулирование инфляции, хотя следует подчеркнуть, что худший показатель равнялся 5,75% – в 1991 г., через год после воссоединения бывшей ГДР с западными землями. В период после 1994 г. лишь в 2007 г. инфляция в ФРГ превысила 3% (составив 3,17%)³⁹⁹. Поэтому в Германии, скорее, ведутся дискуссии о дополнительных издержках для экономического развития от чрезмерного следования политике стабильных цен. С созданием еврозоны голоса критиков стали заметнее за счет поддержки экспертов из других стран, перешедших на евро. Ведь хотя председателями (президентами) ЕЦБ были сначала голландец В. Дуйзенберг (1998-2003 гг.), затем француз Ж.-К. Трише (2003-2011 гг.), а потом итальянец М. Драги (должен занимать эту должность почти до конца 2019 г.), политика Центрального банка еврозоны во многом построена по модели германского Бундесбанка.

После Второй мировой войны во второй крупнейшей стране, учредившей в 1950-е годы Европейские сообщества – Франции, как и в других развитых странах, наблюдался неуклонный рост общего уровня цен. Если в XIX – первой половине XX веков за повышательными фазами движения цен регулярно следовали периоды дефляции, то есть снижения их общего уровня, то на протяжении 70 послевоенных лет годовой индекс потребительских цен лишь однажды оказался в отрицательной зоне – в 1954 г. (-1,7%). В 1950-е годы Франция была более серьезно поражена инфляционным вирусом, а рост цен превышал аналогичный показатель в других развитых странах. В то время главной целью властей стало всемерное форсирование экономического роста и инвестиций с тем, чтобы модернизировать производственный аппарат страны и преодолеть накопившееся за межвоенный период отставание от ведущих держав. Правда, нельзя забывать и о политических факторах инфляции, а именно распаде французской колониальной империи,

³⁹⁷ Об основах денежно-кредитной политики ФРГ подробно см.: Гутник В.П. Политика хозяйственного порядка. – М.: Экономика, 2002.

³⁹⁸ Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948 / Hrsg. von der Deutschen Bundesbank. – München: Beck, 1998. S. 311.

³⁹⁹ <http://www.inflation.eu/inflation-rates/germany/historic-inflation/cpi-inflation-germany.aspx>.

сопровождавшееся военными действиями сначала в Индокитае, а потом в Алжире. Заметим, что в соседней Германии также связанный с национальной историей политический фактор сыграл не последнюю роль в ускорении инфляции в первой половине 1990-х годов, когда потребовалось интегрировать в единый социально-экономический комплекс ФРГ земли бывшей ГДР.

В дальнейшем, во Франции по мере все более глубокого включения национальной экономики в международное разделение труда, на первый план выходили задачи обеспечения конкурентоспособности, а сдерживание инфляции превращалось в важнейший приоритет экономической политики. Уже в 1960-е годы динамика внутренних цен во Франции и у ее основных торговых партнеров выравнивалась⁴⁰⁰. После вступления Франции в еврозону ежегодные темпы прироста цен не превышали 3-процентный рубеж, и инфляции перестала быть сколько-нибудь острой проблемой хозяйственного развития.

Французские экономисты, принадлежащие к различным школам, по-разному расставляли акценты в объяснении феномена необратимого роста общего уровня цен. Приверженцы неоклассической теории и неолиберализма в объяснении феномена инфляции решающее значение придавали наращиванию денежной массы. В дальнейшем эстафету из рук неолибералов первого поколения приняла группа так называемых «новых экономистов» (Ж.-Ж. Роза, П. Сален, А. Лепаж и др.). Исходя из того, что именно рынок является наиболее надежным механизмом, обеспечивающим эффективность хозяйственной деятельности, они опирались на работы американских неоклассиков, в том числе – монетаристов. Вслед за ними главным фактором развертывания инфляционных процессов «новые экономисты» считали экономическую политику государства кейнсианского толка.

Сторонники социологической школы рисовали реалистичную картину современного капиталистического хозяйства, включающую такие его элементы, как олигополистическая организация рынков, воздействие профсоюзных и предпринимательских организаций на механизм формирования доходов через коллективные договоры и индексацию заработной платы и т.д. С точки зрения А. Ожака, экономиста, входившего в ближайшее окружение Ф. Перру, важнейшим фактором инфляции является борьба социальных групп за распределение национального дохода⁴⁰¹.

С середины 1970-х годов во Франции складывается новое направление экономической мысли – школа регулирования (М. Аглиетта, Р. Буайе, Б. Кория, А. Липец и др.). Ее представители анализировали экономические процессы с учетом воздействия на них общественных институтов. Они выявляли исторические модели регулирования капиталистического хозяйства, основываясь на особенностях накопления капитала и формирования доходов: конкурентная модель с экстенсивным накоплением капитала, действовавшая до Первой мировой войны; возобладавшая после Второй мировой войны фордистская модель, которая сочетает интенсивное накопление с массовым потреблением, тогда как движению прибыли и заработной платы стала присуща односторонняя эластичность. При характеристике изменений капитализма на рубеже XX-XXI веков некоторые теоретики регулирования (М. Аглиетта) подчеркивают возросшее значение в процессе воспроизводства финансового рынка с присущей ему неустойчивостью. Усиление инфляционных тенденций и появление в 1970-е годы феномена stagflation «регуляционисты» связывали с изменениями в хозяйственном механизме современного капитализма. С одной стороны, стремление

⁴⁰⁰ Франция / Отв. ред. Ю.И. Рубинский. – М.: Мысль, 1982. С. 137.

⁴⁰¹ Aujac H. L'Inflation, conséquence monétaire du comportement des groupes sociaux // Économie appliquée. 1950. No.2. P. 280-300.

предпринимателей сохранить квалифицированную рабочую силу и изменения социального законодательства, затрудняющие увольнения, заметно снизили скорость и масштабы приспособления уровня занятости к сокращению совокупного спроса, что через давление на издержки поддерживало инфляцию в фазе спада производства. С другой, предприниматели старались обеспечить определённый уровень самофинансирования (прибыль плюс амортизационные отчисления) – важное условие обеспечения инвестиционного процесса. Факторы, препятствующие снижению нормы прибыли в обстановке падения производства, способствовали сохранению инфляции. Проведенные международные сопоставления выявили положительную зависимость уровня инфляции в стране от степени неэластичности нормы прибыли по совокупному спросу⁴⁰².

Специфика регулирования инфляции в Италии

На протяжении большей части послевоенного периода инфляция сопутствовала развитию итальянской экономики, но до 1970-х годов она не ощущалась как проблема. В восстановительный период (до 1951 г.) темпы роста цен не превышали 3%; в 1950-х годах, отмеченных «экономическим чудом», опережающий рост производства, поддерживаемый непрерывным увеличением потребления, инвестиций и экспорта, делал инфляцию почти незаметной. Однако на протяжении 1960-х годов она ускорила в три раза и к началу первого нефтяного кризиса уже достигала 7,5%.

1970-е годы прошли под знаком стагфляции. Правительство, пытаясь справиться с социальными конфликтами в условиях спада производства, резко ослабило бюджетную политику. Приоритетами стали защита занятости и поддержание внутреннего спроса. Рост и индексация заработной платы и пенсий, модернизация сферы здравоохранения разогнали инфляцию до двузначных величин (в 1981 г. она достигла 21,2%). Дефицитное финансирование в сочетании с ужесточившейся денежной политикой, разорвавшей связь между Центральным банком и Казначейством⁴⁰³, внесло глубокий дисбаланс в экономику Италии: за 1980-е годы бюджетный дефицит приблизился к 10% ВВП, государственный долг стал расти по экспоненте.

В феврале 1992 г. обострение диспропорций в экономике привело к финансовому кризису и выпадению итальянской лиры из Европейской валютной системы (ЕВС). В сентябре того же года кризис превратился в системный: структура власти, сложившаяся за послевоенный период, распалась, положив начало глубокой трансформации партийно-политической системы. Главной задачей 1990-х годов стала макроэкономическая стабилизация, потребовавшая проведения серии структурных реформ – банковской, бюджетной, пенсионной, рынка труда, регионального управления, здравоохранения.

Жесткая бюджетная и денежная политика в сочетании с политикой сдерживания заработной платы, девальвацией национальной валюты (за 1993-1995 гг. – на 40% к доллару) и масштабной приватизацией (за 1993-2000 гг. принесшей в казну 121,1 млрд. долл., что составляло 13,4% ВВП) обеспечили снижение инфляции до уровня, требуемого маастрихтскими нормативами. Государственный долг, выросший к 1994 г. до 125% ВВП (против 50% в 1971 г.), стал сокращаться благодаря замедлению инфляции и ресурсам, полученным от приватизации. Бюджет укрепился вследствие роста налоговой нагрузки до 43% ВВП

⁴⁰² Boyer R., Bénassy J.-P., Gelpi R.-M. Régulation des économies capitalistes et inflation // *Revue économique*. 1979. No.3. P. 397-441.

⁴⁰³ Переход к рестриктивной денежной политике был попыткой группы технократов, руководивших финансовыми ведомствами, дисциплинировать использование бюджетных средств, опираясь на условия членства Италии в ЕВС.

(против 31% в 1980 г.)⁴⁰⁴. Платежный баланс стал устойчиво положительным, чему пока еще помогала возможность управлять обменным курсом лиры (со вступлением в Экономический и валютный союз (ЭВС) этот ресурс предстояло утратить).

Благодаря реформам 1990-х годов в определенной мере удалось провести «детоксикацию» экономики – освобождение от нездоровых инфляционных тенденций предшествующего периода. За время членства в ЭВС среднегодовые темпы инфляции в Италии сократились до 2,2% (против 5,1% за предыдущие 15 лет). Однако в результате кризиса и сменившей его депрессии на первый план вышла проблема дефляции. Впервые отмеченная в августе 2014 г., она стала доминирующим трендом на последующие два года. В ближайшей перспективе, согласно официальной оценке, инфляция останется невысокой (0,8% в 2017 г.)⁴⁰⁵.

Замедленная динамика цен в Италии была обусловлена не только удешевлением энергоносителей (до минимального уровня за последние 12 лет), но и, главным образом, падением внутреннего спроса и почти нулевыми темпами роста производства (в 2016 г. – 0,8%). По мнению президента ассоциации потребителей К. Риенци, дефляция в Италии стала результатом «рекордного» спада личного потребления (на 80 млрд. евро за последние 8 лет), оказавшего прямое влияние на потребительские цены. Ведущая аграрная ассоциация Coldiretti отметила, со своей стороны, сокращение доходов производителей (-6%), которым в ряде случаев не удалось покрыть свои издержки⁴⁰⁶. Дефляция оказывает на экономику Италии множественное негативное влияние. Неуверенность предпринимателей относительно перспектив сбыта продукции сдерживает инвестиции и обращение к банковскому кредиту. Банки, накопившие «сомнительные» долги, проявляют повышенную осторожность в выборе заемщиков и ограничивают операции с малым бизнесом, что закрывает значительной его части доступ к внешнему финансированию. Сбережения населения в большей степени, чем раньше, стали уходить в банковские депозиты, а на рубеже 2017 г. – также и в недвижимость⁴⁰⁷, избегая вложений в сферу производства. При близком к нулю росте ВВП увеличиваются тяжесть государственного долга и расходы по его обслуживанию.

Государственная политика пытается преодолеть дефляционный застой. В бюджет на 2017 г. был включен ряд мер, стимулирующих инвестиции и занятость. Налог на корпорации был снижен с 27,5% до 24%. Отдельным направлением бюджетной политики становится программа цифровизации производства («Industria 4.0»), предоставляющая инвесторам различные льготы, включая сверхамортизацию при внедрении самых передовых технологий. Вводится двухлетнее освобождение от социальных отчислений по бессрочным трудовым контрактам, заключаемым с выпускниками вузов, прошедшими обучение на предприятиях. Планируется повышение расходов на образование, на снижение уровня бедности в стране, что в определенной мере может способствовать росту эффективности производства.

Однако возможности бюджетной политики Италии ограничены, и не в последнюю очередь – ввиду необходимости поддерживать бюджетный дефицит в пределах 3% ВВП, как это предписывается условиями членства в еврозоне.

Присоединившись к ЭВС, Италия подчинила свою денежно-кредитную политику общему курсу ЕЦБ. В ходе финансового кризиса 2007-2009 гг. этот курс

⁴⁰⁴ The Italian economy at the dawn of the 21st century / Ed. by M. Di Matteo and A. Piacentini. – Torino, 2003. P. 13-36.

⁴⁰⁵ Italy. Economic Forecasts. 2016-2020 Outlook (<http://www.tradingeconomics.com/Italy/forecast>).

⁴⁰⁶ <http://www.leparisien.fr/flash-actualite-economie/italie-baisse-des-pris-tn-2016-une-premiere-depuis-1959-04-01-2017-6524196.php>.

⁴⁰⁷ Как только политика количественного смягчения, проводимая ЕЦБ, улучшила в Италии положение с наличностью, возобновился спрос на жилье, которое за годы рецессии сильно подешевело. Uva V. Prezzi ridimensionati e riapertura del credito risvegliano la domanda // Il Sole 24 Ore. 9.01.2017.

стал претерпевать изменения. Вначале приоритет отдавался задаче насыщения экономик стран-членов недостающей ликвидностью – с помощью снижения процентных ставок, расширения рефинансирования, операций на открытом рынке. Была проведена массированная рекапитализация национальных банковских систем. В дальнейшем ЕЦБ отказался от обычного для кризисных ситуаций использования дефицитного финансирования, сочтя приоритетом недопущение инфляции в Еврозоне, и во главу угла была поставлена политика «жесткой экономии».

В известной мере к этому побуждал долговой кризис, охвативший в 2010-2011 гг. страны периферии ЭВС – Грецию, Ирландию, Португалию, Испанию и (с небольшим лагом) Италию. Для ограничения его последствий руководство еврозоны и ЕС в целом ввело в действие жесткий механизм поддержания равновесия, опирающийся, с одной стороны, на финансовую поддержку проблемных стран в обмен на проведение ими комплекса структурных реформ, а с другой – на систему мониторинга и возможность применения санкций к нарушителям бюджетной дисциплины. Эти меры обеспечили стабильность цен в странах-лидерах ЕС (прежде всего настаивавшей на них Германии), но нанесли тяжелый удар по более слабым экономикам Южной Европы. Именно эта политика, по мнению авторитетных экспертов, обрекла на дефляцию сначала периферийные государства ЭВС, а с конца 2014 г. – и другие страны Европы⁴⁰⁸.

В Италии не раз высказывалась точка зрения, что политика бюджетной консолидации и структурных реформ, на которой настояло и продолжает настаивать руководство ЭВС, есть не что иное, как принуждение к внутренней девальвации, то есть обесценению заработной платы, пенсий и других социальных платежей в странах, утративших с присоединением к еврозоне привычную для них возможность использовать обменный курс своей валюты для компенсации недостаточной конкурентоспособности. С этой точки зрения, близкий к нулю уровень инфляции – прямое следствие и обратная сторона курса ЕС на «жесткую экономию». В проблемной стране бюджетная политика, лишенная возможности увеличивать государственные ассигнования в условиях сокращения расходов частного сектора, замороженной заработной платы и высокого уровня безработицы, неизбежно ведет к развитию дефляционных тенденций. Результатом становится перераспределение – осознанное, по мнению сторонников этой точки зрения – совокупного общественного продукта ЭВС в пользу социальных меньшинств и более сильных стран-партнеров⁴⁰⁹.

Политика количественного смягчения, к которой перешел ЕЦБ в 2015 г. для противодействия этим негативным процессам, рассчитана на ограниченный отрезок времени и представляет собой, как подчеркивает М. Драги, всего лишь «окно возможностей», которым необходимо воспользоваться для ускорения структурных преобразований в проблемных экономиках еврозоны⁴¹⁰.

Для Италии такими преобразованиями должны были бы стать: перестройка структуры бюджета в сторону увеличения капитальных расходов и снижения налогов на факторы производства (прежде всего на труд); глубокое реформирование и модернизация банковской системы, сохраняющей многие пережитки недавнего огосударствления и пронизанной, особенно на региональном уровне, клиентарными отношениями; реструктуризация промышленного сектора, значительная часть которого в современных условиях неконкурентоспособна.

⁴⁰⁸ Бажан А., Гусев К. Европейский Центральный Банк в условиях финансового кризиса // Современная Европа. 2016. №3. С. 93-103.

⁴⁰⁹ См., например: Clericetti C. Chi cospira per la bassa inflazione (<http://clericetti.blogatore.repubblica.it/2016/02/05/chi-cospira-per-la-bassa-inflazione>).

⁴¹⁰ К апрелю 2017 г. благодаря этой политике был профинансирован ролlover действующих государственных облигаций, что способствовало облегчению долговой ситуации Италии.

Из сказанного выше можно сделать следующие выводы. Инфляция была органически присуща экономике Италии на всех этапах ее послевоенного развития. Она практически не ощущалась только в период «экономического чуда», благодаря быстрому росту заработной платы и покупательной способности населения. Однако дуализм этой экономики – разрыв между Севером и Югом по уровню социально-экономического развития, между экспортным сектором и сектором, работавшим на внутренний рынок, по уровню производительности, между различными отраслями по уровню государственного стимулирования и динамике заработных плат – служил постоянным источником диспропорций, питавших структурную инфляцию и инфляцию издержек. Неадекватность бюджетной и денежной политики в 1970-х – 1980-х годах породила головокружительную инфляционную спираль заработной платы, издержек и цен, что закончилось финансовым кризисом. Вступление в ЭВС лишило страну возможности поддерживать свой платежный баланс при помощи девальвации валюты – еще до того, как обеспечило ей способность обходиться без этого ресурса. Долговой кризис 2011 г. подчинил итальянскую экономику бюджетной дисциплине еврозоны; тем самым инфляционный процесс был принудительно поставлен в рамки внешних ограничений, то есть искусственно подавлен. Однако глубинные его предпосылки сохраняются, поскольку имеют структурную природу.

Очевидно, что проблема инфляции в Италии может рассматриваться не иначе, как сквозь призму уязвимого положения этой страны в еврозоне. Перспективы финансового оздоровления итальянской экономики неотделимы от управления инфляционным процессом в рамках ЕС, но осложнены в силу накопленного структурного отставания и трудностей, сопряженных с его преодолением в условиях замедленного развития европейского хозяйственного комплекса.

Греция: пример борьбы с инфляцией в менее развитой стране еврозоны

На протяжении значительной части истории Греции как независимого государства ее экономическое развитие происходило в условиях высокой инфляции. В первой половине XX века инфляция была вызвана главным образом хроническим бюджетным дефицитом, который неоднократно вынуждал правительство запускать печатный станок на полную мощность. Однако к рубежу XX – XXI веков, после вступления Греции в еврозону, на первый план вышли другие факторы – низкая эффективность греческой экономики и приток «горячих» денег из-за рубежа. По данным Центрального статистического управления Греции, среднегодовой рост потребительских цен в 1960-2016 гг. составил 8,6%⁴¹¹. Среди стран ЕС-15 сопоставимый уровень у Португалии, во всех остальных, даже Италии, он ниже 7%.

Греция – одна из стран, переживших затяжной период гиперинфляции. В годы Второй мировой войны, потерпев поражение в весенней военной кампании 1941 г., Греция была разделена на зоны немецкого, итальянского и болгарского контроля. Политика оккупационных властей была катастрофической для экономики. Рост цен в отдельные месяцы достигал 13800%, в обращении находились купюры номиналом в 100 млрд драхм. В конце 1944 г., после завершения оккупации, в Греции была проведена деноминация из расчета 50 млрд. к 1 и введена вторая греческая драхма, которая, однако, также была подвержена высокой инфляции. Поворотным моментом в кредитно-денежной политике Греции стал 1953 г., когда правительство осуществило серию преобразований, создавших предпосылки для последующего двадцатилетия высоких темпов экономического роста. Главной реформой, разработанной архитектором «греческого экономического чуда» Спиросом Маркезинисом, стала подготовленная в обстановке строжайшей секретности

⁴¹¹ Ελληνική Στατιστική Αρχή. Εξέλιξη ετήσιων μεταβολών Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (<http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/DKT87/->).

единовременная двукратная девальвация драхмы к доллару⁴¹², после которой Греция присоединилась к Бреттон-Вудской системе твердых обменных курсов. Одновременно были сняты ограничения на импорт, что позволило избежать чрезмерного роста цен на товары: при 50-процентной девальвации инфляция составила всего 17%⁴¹³, а в последующие годы опустилась до однозначных цифр. В 1954 г. правительство провело очередную деноминацию из расчета 1000 к 1, которая, в отличие от предыдущей деноминации, сопровождалась жесткими мерами по ограничению бюджетных расходов, такими как сокращение численности работников госсектора и отказ от индексации зарплат и пенсий.

Среднегодовые темпы экономического роста в Греции в 1950–1973 гг. составляли 7,7%, что было одним из самых высоких показателей в мире. Этот рост осуществлялся на основе масштабных инвестиций в экономику, как внутренних, так и внешних, а также устойчивого спроса на греческие товары и услуги со стороны зарубежных стран в условиях высокой конъюнктуры «золотого века» капитализма. Были и другие факторы — низкие цены на импортируемое сырье, помощь со стороны США (которая, правда, шла преимущественно на военные расходы), денежные переводы со стороны греческих гастарбайтеров, трудившихся в ФРГ и других странах. В период диктатуры «черных полковников» усилился приток иностранных инвестиций, чему способствовали низкая стоимость рабочей силы и льготный налоговый режим, особенно для тех фирм, которые разместили в Греции головной офис для ведения операций в близлежащих странах. При этом инфляция оставалась на низком уровне: в период с 1956 по 1972 г. она не превышала 5%. Низкая инфляция во многом объяснялась аккуратной денежно-кредитной и бюджетной политикой. Деятельность Банка Греции, получившего значительную самостоятельность в принятии решений, была сконцентрирована на поддержании ценовой стабильности, даже если это сдерживало индустриальное развитие страны. Активное использование низких процентных ставок как инструмента поддержки промышленности началось лишь в конце 1960-х годов, когда пришедшая к власти военная хунта попыталась таким образом подстегнуть рост экономики (что вскоре возымело негативные последствия). Осторожность бюджетной политики проявлялась в том, что государство напрямую финансировало ограниченное число отраслей экономики (электроэнергетика, транспорт), развитие которых должно было стимулировать приток частных инвестиций. Иногда это делалось не слишком либеральными методами. Так, в 1958 г. государство обязало все коммерческие банки вкладывать 18% (а с 1963 г. — 20%) от среднемесячного прироста депозитов в казначейские бумаги под заниженный процент (5-6% в год)⁴¹⁴.

Но не менее важную роль в противодействии инфляции сыграло ограничение доходов населения, которые в послевоенные десятилетия росли медленнее производительности труда. Во времена хунты под это было подведено идеологическое обоснование: утверждалось, что навязанный Западом консюмеризм ведет к нравственной деградации и противоречит исконно греческим ценностям⁴¹⁵. Низкие показатели безработицы достигались за счет массовой эмиграции греков.

⁴¹² О предстоящей реформе знали лишь некоторые члены правительства. Благодаря эффекту внезапности удалось избежать массового оттока средств в иностранную валюту, как это происходило в ходе предшествовавших девальваций. См.: Η υποτίμηση της δραχμής του '53 και η οικονομική ανάπτυξη. (<http://www.capital.gr/arhiva/1835769/i-upotimisi-tis-draxmis-tou-53-kai-i-oikonomiki-anaptuxi>).

⁴¹³ Oral History. Interview with Spyros Markezinis by Theodore A. Wilson. Athens, July 22, 1970 (<http://www.trumanlibrary.org/oralhist/markezis.htm>).

⁴¹⁴ Pagoulatos G. Greece's New Political Economy. State, Finance, and Growth from Postwar to EMU. — N.Y.: Palgrave Macmillan, 2003. P. 31.

⁴¹⁵ См., например, книгу Г. Георгаласа с говорящим названием «Кризис консьюмеристского общества» (Γεωργιάδης Γ. Η Κρίση Της Καταναλωτικής Κοινωνίας. — Αθήνα, 1971).

В 1973 г. период низкой инфляции резко оборвался. Основными причинами стали нефтяной шок и отказ от Бреттон-Вудской системы. Внешние факторы инфляции были усилены перегревом экономики вследствие увеличения объема кредитования, возросшим дефицитом счета текущих операций, авантюрной и затратной для бюджета политикой в отношении Кипра. Рост потребительских цен в 1973 и 1974 гг. составил соответственно 15,3 и 27,2% и оказался значительно более высоким, чем в остальных европейских странах. Все перечисленные обстоятельства, однако, не объясняют, почему галопирующая инфляция в Греции оказалась настолько устойчивой. В 1980-1983 гг. в течение четырех лет подряд инфляция превышала 20-процентную отметку, и даже во второй половине 1980-х – первой половине 1990-х годов, когда для Греции как страны-импортера сложилась благоприятная конъюнктура на нефтяном рынке, она была не ниже 10% (см. рис. 12.1). Причина этого кроется в произошедших в стране политических изменениях. С падением диктатуры и особенно после прихода к власти Всегреческого социалистического движения (ПАСОК) в политике Греции начался левый разворот. Акцент был смещен с роста экономики на перераспределение национального богатства в соответствии с принципами социальной справедливости.

Источник: <http://www.inflation.eu> (Worldwide inflation data).

Рисунок 12.1. Прирост потребительских цен в Греции (CPI) в 1973-2000 гг.

Уже в первые годы после падения диктатуры началось быстрое расширение государственного сектора экономики. К 1983 г. 19 из 50 крупнейших промышленных концернов контролировались государством⁴¹⁶. Многие из них работали крайне неэффективно и приносили многомиллионные убытки, которые покрывались из бюджетных средств. В первые годы правления ПАСОК (1981-1985 гг.) раздувание госсектора продолжилось и осуществлялось главным образом путем безудержного найма новых работников в государственные предприятия и учреждения. За счет этого партия решала обострившуюся в 1980-е годы проблему безработицы (тем более что другие направления экономической политики де-факто способствовали ее росту), создавая электоральную базу для победы на следующих парламентских выборах. В период с 1970 по 2009 гг. (то есть до вступления Греции в полосу затяжного экономического спада) число занятых в госсекторе ежегодно росло в среднем на 4%, тогда как в частном секторе – менее чем на 1%⁴¹⁷. Не менее важной составляющей экономической политики стало увеличение реальных доходов населения, которые в 1980-е годы выросли на 26%, при том что темпы прироста ВВП были одними из худших в ЕЭС (менее 1% ежегодно). Расточительная бюджетная

⁴¹⁶ Pagoulatos G. The Politics of Privatisation: Redrawing the Public-Private Boundary // Politics and Policy in Greece: The Challenge of 'Modernisation' / Ed. by K. Featherstone. – Routledge, 2006. P. 137-138.

⁴¹⁷ Zupan M. Inside Job. How Government Insiders Subvert the Public Interest. – Cambridge, 2017, P. 40.

политика привела к хронически высокому бюджетному дефициту (в среднем 9% ВВП в 1980-е годы), который покрывался при помощи крупных заимствований, а также колоссальных дотаций со стороны ЕЭС. Многим греческим экономистам, в том числе консультировавшим работу правительства, было очевидно, что в долгосрочной перспективе данная политика нежизнеспособна. В связи с этим в 1985 г. была представлена стабилизационная программа, включавшая, в числе прочего, сдерживание инфляции. Однако по политическим причинам от нее пришлось отказаться: как заявил накануне очередных выборов глава кабинета министров и лидер ПАСОК Андреас Папандреу, «люди важнее институтов»⁴¹⁸.

Говоря об инфляции 1980-х – начала 1990-х годов, специалисты обычно обращают внимание на характерный для того времени быстрый прирост денежной массы⁴¹⁹, при этом зачастую игнорируя целый комплекс причин, связанных с разрушением конкурентной среды греческой экономики. Решающую роль в этом процессе сыграли профсоюзы, которые оказывали давление на работодателей с целью улучшения условий труда. Еще одной важной проблемой стало увеличение числа профессий с ограниченным количеством выдаваемых лицензий (водители грузовиков и т.п.). Отметим, что «закрытые профессии» появились задолго до прихода к власти социалистов, однако в 1980-е годы ситуация усугубилась.

Наконец, хронически высокая инфляция имела также психологическое объяснение. Устойчивый рост цен порождал высокие инфляционные ожидания, на основе которых формировались стратегии производителей и потребителей товаров и услуг, а также наемных работников, заранее требовавших повышения зарплат с учетом будущей инфляции. Кроме того, недоверие к национальной валюте вынуждало как компании, так и домохозяйства сберегать в долларах, фунтах и немецких марках, что вело к девальвации драхмы и толкало вверх цены на импорт.

В непродолжительный период правления правоцентристской партии «Новая демократия» (1990-1993 гг.) правительство сократило бюджетные расходы, отказавшись от системы автоматической индексации заработных плат, и попыталось претворить в жизнь амбициозный план приватизации. Помимо объективных причин – оттока капитала, стагнации в экономике, непомерных затрат на обслуживание госдолга – эти реформы были продиктованы обязательствами, которые Греция взяла на себя в 1991 г., одобрив Маастрихтские критерии перехода на единую европейскую валюту. После возвращения социалистов, которые закрепились у власти до 2004 г., курс на конвергенцию был продолжен. Сокращению инфляции в эти годы способствовали поощрение конкуренции в ряде отраслей греческой экономики (прежде всего в банковском деле), ослабление регулирования рынка труда, перераспределение государственных расходов с социальной сферы на реализацию инфраструктурных проектов (строительство автодорог, мостов, афинского метрополитена и пр.), а также приток в страну дешевой рабочей силы⁴²⁰.

⁴¹⁸ Pappas T. The causes of the Greek crisis are in Greek politics // Open Democracy. 29.11.2010 (<http://www.opendemocracy.net/openeconomy/takis-s-pappas/causes-of-greek-crisis-are-in-greek-politics>).

⁴¹⁹ См., например: Lazaretou S. Greek Monetary Economic in Retrospect: the Adventure of the Drachma // Bank of Greece Working Paper. 2003. No.2 (April). P. 27-29.

⁴²⁰ После падения диктатуры «черных полковников» Греция стала нетто-реципиентом рабочей силы за счет возвращения в страну политических эмигрантов и греков, работавших за рубежом в качестве гастарбайтеров. В 1990-е годы в страну переехала значительная часть греческой диаспоры стран бывшего СССР, а также усилился приток экономических мигрантов из Балканских стран и с Ближнего Востока, которые устраивались преимущественно на работы, не требующие высокой квалификации, зачастую в теневом секторе. Все это усиливало конкуренцию за рабочие места, что, в свою очередь, ограничивало рост заработных плат и инфляцию. По мнению некоторых исследователей, власти сознательно поощряли этот процесс, закрывая глаза на «теневые» схемы. См.: Cholezas I., Tsakloglou P. The Economic Impact of Immigration in Greece: Taking Stock of the Existing Evidence // The Institute for the Study of Labor Discussion Paper No.3754. 2008. P. 14.

В то же время процесс приватизации явно пробуксовывал. Многие реформы ПАСОК носили непоследовательный и половинчатый характер, зачастую в угоду отдельных групп интересов принимались проинфляционные меры. Так, в 1997 г. в стране были введены ограничения на открытие новых аптек, что в силу низкой эластичности спроса на лекарства вело к их удорожанию. Абсолютным табу оставалось реформирование чрезвычайно затратной пенсионной системы.

Несмотря на перечисленные выше проблемы, экономическая политика 1990-х годов способствовала постепенному улучшению основных макроэкономических показателей. С 1990 по 1999 гг. ежегодный прирост потребительских цен снизился с 22,9% до 2,74%, дефицит бюджета — с 15,9% до 5,8% ВВП⁴²¹, государственный долг стабилизировался в районе 100% ВВП. Следует, однако, учитывать, что эти результаты были достигнуты при удачной внешней конъюнктуре (низкие цены на ввозимое сырье и возросший спрос на экспортируемые Грецией услуги – туризм и морские коммерческие перевозки).

В 1999 г. Греция стала участвовать в Европейском механизме регулирования валютных курсов (ERM II), а в 2000 г., ссылаясь на данные официальной статистики, подала официальную заявку на вступление в еврозону. Реальные успехи в соблюдении ею Маастрихтских нормативов уже тогда вызывали сомнения, однако Европейская комиссия, руководствуясь преимущественно политическими соображениями⁴²², приняла решение в пользу Греции, которая с 1 января 2001 г. вошла в число стран, перешедших на единую европейскую валюту.

По историческим меркам инфляция 2000-х годов в Греции была невысокой: на протяжении всего десятилетия она ни разу не превышала 5%, а в 2009 г. опустилась ниже 2%. Связано это было с тем, что эмиссионная составляющая инфляции была полностью сведена на нет. И все же в сравнении со средним уровнем по ЕС и тем более по еврозоне она оставалась довольно высокой (см. рис. 12.2).

Источник: Eurostat. HICP – inflation rate. Annual average rate of change (<http://ec.europa.eu/eurostat>).

Рисунок 12.2. Ежегодный прирост гармонизированных потребительских цен (HICP) в Греции после вступления в зону евро, % (в сравнении со средними показателями еврозоны и ЕС).

В первые годы после перехода Греции на евро этому феномену подыскивались традиционные объяснения. В частности, отмечался рост мировых цен на энергоносители. При этом в большинстве работ 2000-х годов⁴²³ взаимосвязь

⁴²¹ Дефицит бюджета за 1999 г. неоднократно пересчитывался в сторону повышения. Мы приводим данные Евростата на 25.10.2016 (<http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/database>).

⁴²² Буторина О.В. Кризис в зоне евро: ошибки или закономерность? // Современная Европа. 2012. №2. С. 82-94.

⁴²³ См., например, размещенный на сайте Банка Греции доклад «Вклад производительности труда по секторам в инфляцию в Греции» (Gibson H., Malley J. The Contribution of Sectoral Productivity

между инфляцией и переходом Греции на евро надлежащим образом не рассматривалась. Справедливо отмечая, что рост цен был связан, прежде всего, с увеличением внутреннего спроса на товары и услуги, правительственные эксперты в своих рассуждениях отказывались сделать следующий логический шаг и ответить на вопрос, чем этот рост спроса был обусловлен. Хотя ответ лежал на поверхности: именно введение евро позволило грекам брать займы под заметно более низкий, чем ранее, процент. Примечательно, что вероятность кредитного бума после перехода Греции на твердую валюту была спрогнозирована еще в 1999 г. в докладе МВФ, в котором вклад этого фактора в инфляцию оценивался как очень высокий – 1,5 п.п. (правда, в докладе подчеркивалось, что потенциальный рост инфляции может быть нивелирован ответственной политикой правительства)⁴²⁴, однако данное обстоятельство долгое время не принималось во внимание.

Была ли значительная по европейским меркам инфляция в Греции проблемой с точки зрения поддержания экономического роста? Судя по темпам прироста ВВП, которые в 2001-2007 гг. были одними из самых высоких в еврозоне (почти 4% в год) – нет, не была. В то же время инфляция стала важным, но не замеченным вовремя индикатором неустойчивости этого роста и накапливавшихся на его фоне структурных проблем, вызванных участием страны в евроинтеграции. Отметим, что в гонке за дешевыми кредитами участвовали не только компании и домохозяйства, но и государство. Последнее вернулось к расточительной бюджетной политике.

С точки зрения динамики инфляции большой интерес представляют 2010 и 2011 гг., когда Греция одновременно стала «лидером» среди стран еврозоны как по экономическому спаду (ВВП рухнул соответственно на 5,5% и 9,1%), так и по гармонизированной инфляции (соответственно 4,7% и 3,1%). Потребительские цены продолжали расти, несмотря на сокращение объемов кредитования, падение доходов населения и быстро ухудшавшуюся ситуацию на рынке труда. Главная причина этого – пришедшееся на эти годы радикальное повышение налогов на прибыль корпораций и на потребление (акцизы, НДС). Реакцией бизнеса на рост налоговой нагрузки стал либо уход с рынка (всего за два года закрылось 68 тыс. малых предприятий), либо повышение цен, компенсирующее рост издержек.

Находившаяся у власти в 2009-2011 гг. администрация Георгиоса Папандреу приняла ряд мер по сдерживанию инфляции. Была создана единая электронная база данных на основные продукты потребления, достигнута договоренность с рядом торговых сетей о недопущении дальнейшего роста цен, усилен административный контроль над ценообразованием на рынке медицинских препаратов. Кроме того, под давлением международных кредиторов правительство приступило к структурным реформам, многие из которых объективно носили антиинфляционный характер⁴²⁵. В 2012 г. прирост цен (HISP) в Греции сократился до 1%, а в последующие четыре года находился в отрицательной плоскости. Дефляция, однако, лишь в незначительной степени была связана со структурными реформами. Куда большую роль сыграло стремительное сжатие потребительского сектора. Нынешние прогнозы с известной осторожностью позволяют надеяться, что проблема дефляции в ближайшем будущем будет преодолена, главным образом благодаря улучшению внешнеэкономической конъюнктуры, а также решению ЕЦБ продлить программу количественного смягчения.

Differentials to Inflation in Greece // Bank of Greece Working Paper No.63. November 2007. (<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper200763.pdf>).

⁴²⁴ IMF Staff Country Report No. 99/138. P. 6. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/1999/cr99138.pdf>).

⁴²⁵ Подробнее об антиинфляционной политике кабинета Г. Папандреу см.: Александрова А.К. Антикризисная политика правительства Г. Папандреу в Греции (октябрь 2009 – май 2010). Диссертация на соискание ученой степени кандидата исторических наук. – М., 2017. С. 141-144.

Денежно-кредитная политика ЕЦБ

Согласно основополагающим документам ЕС, ЕЦБ создавался с целью поддержания стабильности цен в еврозоне, то есть, по сути, для контроля за уровнем инфляции. Однако точное определение того, что следует понимать под «стабильностью», изначально сформулировано не было. В 1998 г. Совет ЕЦБ предложил считать «стабильностью» среднесрочную инфляцию не выше 2% в год. 8 апреля 1999 г. прошло заседание Совета ЕЦБ, на котором впервые была изменена базовая процентная ставка (с исходных 3% до 2,5%). Это решение, в том числе и как прецедент, оказало значительное влияние на финансовые рынки и внесло свой вклад в рост итоговых темпов инфляции за год на 1 п.п. до 1,75%. Позднее, 4 ноября 1999 г., ЕЦБ повысил ставку обратно до 3%, чем временно сдержал дальнейшее повышение цен. Затем последовало несколько лет, когда темпы инфляции оказывались выше целевого уровня. Это происходило в условиях сначала планомерного повышения базовой ставки до пика 4,75% 5 октября 2000 г., а затем снижения до 2,75% 5 декабря 2002 г. Удержать инфляцию ниже целевых 2% ЕЦБ удалось только в 2003 г. (1,98%), на который пришлось завершение первого «долгосрочного» понижательного тренда базовой ставки: она была сокращена до 2,5% 6 марта, а затем до 2% через всего лишь три месяца (5 июня). В том же году вышло разъяснение, согласно которому отныне ЕЦБ видел своей целью поддержание инфляции ниже 2%, но близко к этому уровню.

Очевидно, что банк в первые годы своей работы нащупывал пределы колебаний уровня цен и тестировал эффективность инструментов своей денежно-кредитной политики, основу которой изначально составляло традиционное манипулирование базовой процентной ставкой. Однако в период с 2004 до 2008 гг. ЕЦБ удалось справиться с вновь поставленной задачей только в 2006 г. (1,9%). В остальные годы имело место превышение целевого уровня инфляции, причем наиболее существенным за всю историю еврозоны (3,06%) оно было в предкризисном 2007 г. На протяжении этого периода ЕЦБ произвел 8 последовательных повышений процентной ставки, 5 из которых пришлось как раз на 2006 г. Изменения производились каждый раз на 0,25%, до 4% 6 июня 2007 г.

Пик второго повышательного тренда базовой ставки ЕЦБ пришелся на 3 июля 2008 г. (4,25%), однако уже через 3 месяца в условиях нарастающего кризиса ЕЦБ снизил ставку до 3,75% (8 октября), затем до 3,25% (6 ноября) и, наконец, до 2,5% (4 декабря). Это было самое резкое снижение базовой ставки за всю недолгую историю существования еврозоны. Очевидно, ЕЦБ «проглядел» зарождение кризиса и сначала принял ошибочное и запоздалое решение о повышении ставки, а затем уже стремился ограничить негативные последствия этого действия.

Примечательно, что в результате влияния совокупности факторов, инфляция в еврозоне в 2008 г. составила всего 1,59%. Не менее примечательно, что ЕЦБ закончил тот год с базовой ставкой на уровне 2,5%, как и в два других года, которые оказались успешными с точки зрения удержания инфляции на уровне ниже 2% (1999 и 2003 гг.). Хотя итоговый показатель 2008 г., безусловно, в значительной степени определялся заметным снижением деловой активности на фоне развивающегося кризиса. Справедливость последнего аргумента подтвердил 2009 г., в котором еврозона столкнулась с уровнем инфляции ниже 1%, отражавшем состояние экономики в условиях прохождения низшей точки мирового финансового кризиса. Пытаясь компенсировать эти негативные факторы, ЕЦБ в первом полугодии 2009 г. 4 раза последовательно снижал базовую ставку (с 2,5 до 1%). Затем наступил период, когда темпы инфляции и уровень базовой ставки в еврозоне поменялись привычными местами. В течение 4 следующих лет инфляция устойчиво опережала базовую ставку, а профили колебаний этих показателей стали менее похожими.

Очевидно, что ключевую роль в отмеченной тенденции сыграл мировой финансовый кризис. Однако нельзя игнорировать и вклад, который внес в подобное развитие событий самобытный подход ЕЦБ к решению задачи по ограничению негативного влияния кризиса на экономику еврозоны.

Исторически Европейская валютная система строилась вокруг самой сильной валюты континента – немецкой марки, и вполне логично, что в основу деятельности ЕЦБ изначально легла политика Бундесбанка, главная цель которой, как уже отмечалось выше – поддержание ценовой стабильности в условиях развитого рыночного хозяйства и независимости денежно-кредитного регулятора. Менее развитым странам ЕС при вхождении в еврозону пришлось подстраиваться под условия, к которым в противном случае им еще только предстояло прийти эволюционным путем за не один десяток лет. В частности, им пришлось отказаться от столь необходимого многим государствам более активного участия центрального банка в процессах формирования национальных финансовых рынков, поддержания равновесия платежных балансов, регулирования объемов кредитования – все это с целью содействия росту производства и национальной экономики в целом⁴²⁶. Добившись краткосрочного соответствия критериям еврозоны, большинство этих государств оказались объективно не готовы к долгосрочному существованию в новых условиях, поскольку их денежно-кредитные системы не успели пройти все необходимые стадии развития для реального соответствия уровню лидеров ЕС.

Все это в итоге обернулось серьезными проблемами как для национальных хозяйств, так и для интеграционной группировки в целом. В частности, до вхождения в еврозону центральные банки менее развитых стран Европы активно регулировали темпы роста кредитования в национальной экономике, в том числе путем изменения ставки рефинансирования. Низкий уровень процентных ставок, задаваемый ЕЦБ, привел к резкому удешевлению и стремительному росту кредитования во вновь присоединившихся членах еврозоны. Теоретически это должно было привести к скачку в темпах их экономического роста, что на практике формально и имело место. Но кризис 2007-2009 гг. обнажил другую сторону этого процесса – бизнес и государства из числа менее развитых членов еврозоны за предкризисные годы чрезмерно увеличили кредитное плечо, полагаясь на возможность постоянного рефинансирования по приемлемым ставкам. Как только кризис нарушил эту преемственность, пузырь экономического роста лопнул, поставив на грань банкротства как отдельные предприятия, так и целые страны.

Не менее важным стал и тот факт, что, по мнению авторитетных экспертов, «успехи ЕЦБ в поддержании ценовой стабильности в еврозоне в докризисный период были в основном достигнуты за счет низкой ценовой динамики в «странах-тяжеловесах». Повышенная инфляция в ряде других государств лишь отчасти принималась во внимание руководством ЕЦБ... Накануне кризиса ЕЦБ слишком медленно повышал процентную ставку, и для многих периферийных стран она оказалась заниженной. Следовательно, ЕЦБ невольно способствовал перегреву их экономики и усилению кризисных явлений»⁴²⁷.

Первоначально центральные банки США и еврозоны – ФРС и ЕЦБ – боролись с кризисом схожими методами: снижение учетных ставок, увеличение сроков рефинансирования, операции на открытом рынке. Причем в активной фазе кризиса ЕЦБ действовал даже более агрессивно, чем ФРС: привлекал более широкий круг контрагентов и не ограничивался только государственными ценными бумагами.

⁴²⁶ Подробнее см.: Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне // Банковское дело. 2015. №8. С. 14-17.

⁴²⁷ Буторина О.В. К проблеме асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны // Деньги и кредит. 2014. №2. С. 62-64.

Масштабной была и поддержка банковской системы: до июня 2009 г. ЕЦБ на специальных сессиях выдавал кредиты банкам по сделкам «репо» на срок 3, 6 и 12 месяцев, а к июню 2010 г. завершил длившуюся два года программу покупки облигаций с покрытием, выпускаемых европейскими банками с различным обеспечением, на общую сумму 60 млрд. евро⁴²⁸.

Однако затем Белый дом и ФРС решили в очередной раз применить проверенную временем кейнсианскую модель, согласно которой дефицитное финансирование приносит пользу экономике, находящейся в кризисе. А в ЕС, наоборот, решили отказаться от традиционного дефицитного финансирования в пользу «инновационной» идеи о том, что сокращение расходов в экономике, находящейся в кризисе, должно повысить уверенность в завтрашнем дне и привести к созданию новых рабочих мест. Следуя этой концепции «жесткой экономии», ЕЦБ в 2011 г. (впервые с 2008 г.) поднял процентную ставку до 1,25% (7 апреля) и до 1,5% (7 июля), даже несмотря на то, что безработица в еврозоне была все еще высокой.

Формально пойти на подобный шаг ЕЦБ решился из-за угрозы инфляции, которую уже тогда многие эксперты называли «надуманной». Не остановили банк и аргументы тех, кто считал, что более высокая стоимость заимствования может нанести дополнительный удар по наиболее слабым экономикам еврозоны, три из которых к тому моменту уже находились на грани дефолта (Ирландия, Греция, Португалия). Глава ЕЦБ Ж.-К. Трише заявил тогда: «Нет никакого противоречия, наоборот, мы действуем в полном соответствии с нашей главной целью – обеспечения стабильности цен. Мы делаем то, что должны, даже когда это сложно, даже когда это не всем нравится»⁴²⁹. Решение Совета ЕЦБ о повышении ставки с 1 до 1,25% было единогласным и получило молчаливое одобрение со стороны ФРГ, где рост ставки рассматривали как способ уберечь экономику от перегрева. Оппоненты ЕЦБ указывали, что, несмотря на низкий абсолютный уровень ставки, она высока с точки зрения неуверенного роста экономики еврозоны, и ее повышение нанесет удар по намечавшемуся восстановлению последней. Эксперты также считали, что действия ЕЦБ позволят сдержать инфляцию в Германии и Франции, но вызовут дефляцию в периферийных государствах еврозоны и, тем самым, не только подтолкнут к кризисной черте Испанию и Италию, но и поставят крест на политике «жесткой экономии» в целом.

Справедливости ради, стоит отметить, что темпы инфляции в еврозоне в 2010-2012 гг. удалось-таки удержать на уровне ниже 3%. Но, к сожалению, в итоге критики ЕЦБ оказались правы: обозначив себя как потенциальную возможность еще в 2013 г. (когда годовые темпы инфляции упали до 0,85%), в конце 2014 г. в Европу полноправно пришла дефляция: итоговый показатель инфляции по указанному году впервые с момента введения евро оказался отрицательным (-0,17%). Более того, уже в январе 2015 г. своего исторического максимума дефляция достигла и в месячном выражении (-1,54%). И это несмотря на то, что уже в 2011 г. ЕЦБ осознал ошибочность своего решения и еще до конца указанного года вернул ставку на уровень 1%. Более того, в последующие 3 года Совет банка провел несколько заседаний, в результате которых базовая ставка была последовательно снижена до рекордно низких 0,05% (4 сентября 2014 г.). В том же 2014 г. ЕЦБ крайне активно использовал и другие традиционные инструменты денежно-кредитной политики, включая операции на открытом рынке: почти 210 млрд. евро было использовано им на кредиты более чем 1200 европейским банкам по программе целевого финансирования сроком до 4 лет; около 30 млрд. евро – на продолжение программы

⁴²⁸ Усоскин В.М. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 годах: цели, особенности, результаты // Деньги и кредит. 2015. №6. С. 24.

⁴²⁹ http://www.nytimes.com/2011/04/08/business/global/08iht-rates08.html?_r=1

выкупа облигаций с покрытием, еще почти 2 млрд. евро – на покупку ценных бумаг, обеспеченных активами частных компаний; не прекращалось предоставление ликвидности банкам посредством краткосрочных ссуд и трехмесячных сделок «репо» по ставке с дисконтом⁴³⁰. Подобная активность была вызвана тем, что темпы инфляции в зоне евро начали существенно отклоняться от среднесрочного целевого уровня уже с января-февраля 2013 г. Более того, сформировавшаяся устойчиво низкая краткосрочная инфляция начала влиять на среднесрочные и долгосрочные инфляционные ожидания.

Учитывая, что низкая инфляция в долгосрочной перспективе серьезно осложняет борьбу с дефляцией – ожидание падения цен способствует отмене закупок и инвестиций, рост реальной зарплаты по отношению к производительности труда увеличивает нагрузку на бизнес и занятость – ЕЦБ начал искать способы противодействия этому явлению. Ситуация осложнялась тем, что дефляция, как правило, ограничивает эффективность традиционных инструментов денежно-кредитной политики из-за потери центральным банком контроля над процентными ставками. Одним из инновационных инструментов, разработанных ЕЦБ для ответа на вызовы кризиса и дефляции, стал запуск в начале 2015 г. программы количественного смягчения: ежемесячный выкуп гособлигаций стран еврозоны на сумму 60 млрд. евро, пропорционально их долям. Начальный объем программы был установлен на уровне 1,1 трлн. евро, срок – до тех пор, пока в еврозоне не будет отмечено устойчивое ускорение инфляции.

При этом в Совете ЕЦБ сразу был достигнут консенсус, что подобные выкупы в принципе представляют собой законный инструмент денежно-кредитной политики, который влияет на стоимость рефинансирования для стран, участвующих в программе, аналогично тому, как это делает традиционная базовая процентная ставка. При разработке программы особое внимание уделялось необходимости избежать асимметричного влияния на рынок. В итоге программа получилась нейтральной: в среднем она равномерно распределена по основным типам активов. При этом ЕЦБ постоянно отслеживает показатели ликвидности на тех рынках, где происходит выкуп. Важно и то, что ЕЦБ принял принципиальное решение не выкупать более 33% выпуска каждого вида облигаций, чтобы не получать доминирующую позицию по какому-либо из активов⁴³¹. Благодаря этому участники рынка могут свободно устанавливать свои цены, а рынок формирует адекватный уровень премий с учетом кредитных рисков и рисков ликвидности.

В результате запуска программы выкупа активов, в марте 2015 г. потребительские цены в еврозоне снизились всего на 0,1%. А в апреле уже выросли на 0,2%. При этом разброс по странам сохранился: в Германии инфляция в апреле составила 0,3%, во Франции – 0,1%, а в Ирландии, Испании, Италии и Греции цены продолжили снижаться (на 0,4%, 0,7%, 0,1% и 1,8% соответственно). Тем не менее ЕЦБ уже с оптимизмом смотрел в будущее и прогнозировал постепенный рост инфляции (с 0,1% в 2015 г. до 1,8% в 2017 г.)⁴³². Практика показала, что темпы инфляции в еврозоне в 2015 г. оказались даже несколько выше изначально скромного прогноза (0,23%). Указанная смена тренда стала возможна благодаря ослаблению евро, вызванному действиями ЕЦБ и повысившему конкурентоспособность товаров из ЕС, что сразу нашло отражение в росте экспортных заказов. Кроме того, ЕЦБ продолжил сохранять базовую ставку на рекордно низком уровне, способствуя росту кредитования реального сектора

⁴³⁰ Усоскин. В.М. Указ. соч.

⁴³¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160113.en.html>.

⁴³² <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2015/05/06/evrokomissiya-denezhnoe-stimulirovanie-sotoroni-etsb-srabotalo>.

коммерческими банками. Позднее в том же году в ЕЦБ осторожно начали говорить об экономической ситуации в еврозоне в положительном ключе с оговоркой, что уровень доходности бизнеса по-прежнему крайне низок, а у банков скопилась избыточная ликвидность, которую им некуда с выгодой вложить. В ЕЦБ сложился консенсус, что самой важной задачей на этом этапе стала необходимость вселить уверенность в европейский бизнес, добившись повышения прибыльности его операций, в том числе за счет повышения темпов инфляции.

На этом фоне показательна статистика «Deutsche Bank», согласно которой в период дефляции отток капитала из еврозоны составил более 300 млрд. евро. Существуют оценки, согласно которым, с учетом запуска программы количественного смягчения, этот показатель в ближайшие годы может достичь 4 трлн. евро. Это, в свою очередь, может спровоцировать масштабное ослабление единой европейской валюты⁴³³. Вместе с тем бегство капитала как таковое не пугает руководство ЕЦБ. Ведь дальнейшее снижение курса евро к доллару в нынешних условиях может только позитивно сказаться на темпах роста экономики еврозоны. Последний тезис косвенно подтверждает и реакция ФРС на резкое ослабление евро в марте 2015 г.: после роста до отметки 1,05 доллар снизился до 1,11 к евро на фоне соответствующей риторики представителей американского регулятора. К декабрю 2016 г. курс евро вновь вернулся к уровню 1,05, после чего заметно укрепился, достигнув 1,2 доллара за евро в конце 2017 г.

Изучив факторы воздействия на динамику цен, а также продолжая рассматривать денежно-кредитную политику как инструмент стимулирования экономического роста и занятости, в декабре 2015 г. ЕЦБ расширил и продлил программу выкупа активов до марта 2017 г. и принял решение о реинвестировании поступлений от погашаемых облигаций. Одновременно была снижена процентная ставка по депозитам (до -0,3%). А в марте 2016 г. базовая ставка ЕЦБ была снижена до беспрецедентных 0%. Все эти меры были основаны на понимании банком того, что программа выкупа активов и рекордно низкие процентные ставки доказали свою эффективность в качестве инструментов борьбы с дефляцией. В частности, программа выкупа позволила предотвратить дальнейшее снижение инфляционных ожиданий и тем самым сократить риск усугубления дефляции.

Именно более стабильные инфляционные ожидания ЕЦБ теперь рассматривает как необходимое условие для восстановления среднесрочной стабильности цен. Нельзя забывать и про положительное влияние стимулирующей денежно-кредитной политики на условия финансирования предприятий и домашних хозяйств, затраты на которое существенно снизились. В результате объем банковских ссуд начал восстанавливаться. При этом ЕЦБ принимает меры, чтобы положительный эффект привести к общему знаменателю во всех странах валютного союза. Улучшение условий финансирования уже привело к росту спроса в еврозоне.

Параллельно ЕЦБ проводит политику повышения устойчивости банковской системы еврозоны к негативным шокам. В рамках этой политики многие банки уже укрепили свои капитальные базы. Кроме того, ЕЦБ, после получения полномочий банковского надзора в рамках Единого надзорного механизма, внес значительный вклад в повышение качества и унификацию стандартов деятельности банков по всей Европе. Сегодня в случае возникновения каких-либо проблем, на них готовы отреагировать макропруденциальные инструменты, направленные на снижение рисков в финансовой сфере с тем, чтобы денежно-кредитная политика могла фокусироваться на своей главной задаче поддержания стабильности цен.

Безусловно, ЕЦБ учитывает в своей политике и закономерности ежемесячных колебаний темпов инфляции в еврозоне, которые очевидны при анализе данных за

⁴³³ <http://www.forexpf.ru/news/2015/03/10/auok-deutsche-bank-predrekaet-iskhod-kapitala-iz-evropy.html>.

последние 20 лет. В январе наблюдается наиболее существенное за год снижение уровня цен (в среднем на 0,5 п.п.), продиктованное сезонными распродажами и общим снижением спроса после рождественских праздников. С февраля по апрель, наоборот, отмечается наиболее существенный рост цен. В феврале и апреле этот показатель в среднем составляет не менее 0,3 п.п., а в марте достигает своего пика (в среднем 0,7 п.п.). В указанный период ЕЦБ нередко принимает решения по изменению базовой процентной ставки, реагируя на традиционное падение инфляции в начале года. Затем наступает сезонное замедление роста цен, достигающее своего пика в июле, когда на фоне очередного периода распродаж и летнего падения спроса отмечаются вторые по значимости отрицательные темпы инфляции (в среднем 0,25 п.п.). Оживление наступает только в сентябре по окончании периода отпусков, когда цены в среднем растут на 0,3 п.п. Октябрь и ноябрь можно считать месяцами временного затишья, которое нарушается в декабре, когда цены вновь повышаются в среднем на 0,3 п.п. на фоне роста спроса в преддверии рождественских праздников.

* * *

В ответ на глобальный финансовый кризис ЕЦБ, как и многие центральные банки, расширил свой набор инструментов денежно-кредитного регулирования. Речь, в частности, идет об отрицательных процентных ставках, применение которых делает хранение ликвидности еще менее привлекательным и стимулирует банки к еще более активному кредитованию, и программах по выкупу активов. Влияя на долгосрочные процентные ставки, которые особенно важны для инвестиций и приобретения товаров длительного пользования, обновленная денежно-кредитная политика может сохранять пространство для маневра – даже в условиях, когда ее традиционные инструменты достигли предела своих возможностей.

Сегодня ЕЦБ делает особый акцент на том, чтобы правительства стран еврозоны продолжали процесс фискальной консолидации. Общая денежно-кредитная политика может быть успешной, и на это многократно указывал ЕЦБ, только если структурные проблемы в еврозоне будут решаться на местах их возникновения. На практике это означает, что национальные правительства должны прилагать больше усилий для реализации необходимых структурных реформ. При этом на общеевропейском уровне ЕЦБ призывает проявить политическую волю и дополнить существующий валютный союз более глубоким экономическим союзом, поскольку долгосрочную стабильность первого сложно представить без второго.

Представляется, что решение британского референдума о выходе из ЕС способно сыграть в этом контексте, как ни парадоксально, стимулирующую роль. Угроза дальнейшей дезинтеграции может подтолкнуть брюссельскую бюрократию к активизации действий, направленных на углубление взаимосвязей между государствами ядра ЕС. Очевидно, критерии для экономического союза должны быть еще более жесткими, чем для союза валютного. И еще меньшее число нынешних членов ЕС сможет им сразу соответствовать, особенно с учетом сохраняющихся кризисных явлений в странах периферии группировки. Но это был бы реальный шаг не только в сторону укрепления экономического базиса ЕС, но и в направлении реабилитации его политического авторитета.

С точки зрения проблемы инфляции, подобный сценарий также весьма желателен. Кризис обнажил слабые места экономического измерения европейской интеграции и обусловил необходимость выработки единого подхода к бюджетированию и фискальной дисциплине в целом. Решение этих задач значительно облегчит ЕЦБ его работу по поддержанию стабильности цен. Ведь в условиях все большей гармонизации и унификации экономических процессов на территории ЕС отклик на те или иные решения ЕЦБ будет все более единообразным, постепенно стирая различия между странами ядра и периферии.

Глава 13. Специфика британской модели инфляционного таргетирования

Интерес к британскому опыту регулирования инфляции обусловлен многолетней практикой проведения антиинфляционной политики и полуторавековой традицией научного осмысления принципов монетарной политики⁴³⁴. Столкнувшись в 1970-х годах с наибольшим ростом цен среди ведущих развитых стран, правительство Великобритании реализовало ряд антиинфляционных стратегий и апробировало практически все доступные инструменты, а в начале 1990-х годов одним из первых перешло к проведению политики таргетирования инфляции (ТИ). С учетом того, что антиинфляционная политика в целом и политика ТИ в частности носят прагматичный, а в ряде случаев – экспериментальный характер, большое значение получило ее теоретическое обоснование, осуществляемое ведущими учеными-экономистами страны и специалистами Банка Англии. При рассмотрении специфики британского инфляционного регулирования следует учитывать следующие обстоятельства. Во-первых, в рамках макроэкономической стратегии правительства инфляция трактуется в тесной взаимосвязи с ростом и занятостью. Во-вторых, объяснения проводимых Банком Англии мер в сфере регулирования денежного обращения и инфляции строятся на основе новой концепции создания денег в современной экономике.

Основные принципы политики инфляционного таргетирования

Осознание инфляции в качестве ключевой макроэкономической проблемы произошло в 1970-е годы, когда цены в стране росли в среднем на 12,5% в год, достигнув в середине десятилетия максимума в 25%. Ситуация осложнялась низкой деловой активностью и высокой безработицей. Неэффективность бюджетных мер в преодолении стагфляции привела к отходу от кейнсианской модели макроэкономического регулирования и пересмотру роли денежно-кредитной политики. В 1977 г. лейбористское правительство перешло к таргетированию денежных агрегатов, а спустя два года эта политика стала частью экономической стратегии консервативного правительства Маргарет Тэтчер. Наряду со структурными реформами, затронувшими рынок труда, принятые меры позволили стабилизировать британскую экономику, но при этом был выявлен существенный недостаток политики денежного таргетирования, связанный с непредсказуемыми изменениями скорости денежного обращения.

Во второй половине 1980-х годов акцент сместился в сторону валютной политики и использованию в качестве номинального якоря привязку фунта стерлингов к немецкой марке. Неспособность Банка Англии удержать завышенный курс фунта стерлингов от массивной спекулятивной атаки, состоявшейся 16 сентября 1992 г., привела к краху режима валютного регулирования и выходу Великобритании из Европейской валютной системы. Спустя месяц канцлер Казначейства Норман Ламонт объявил о переходе к политике инфляционного таргетирования, которая к тому времени уже была апробирована в Новой Зеландии.

Формирование основных принципов ТИ происходило в рамках нового макроэкономического консенсуса.⁴³⁵

- 1) макроэкономическая стабильность определяется ценовой стабильностью, под которой понимается низкая, но превышающая нулевой уровень, инфляция;

⁴³⁴ Международное признание получили труды таких британских экономистов – специалистов в области денежно-кредитной политики, как У. Бэджет, Р. Хоутри, Р. Сэйерс, Дж. Хикс, Ч. Гудхарт.

⁴³⁵ Is there a New Consensus in Macroeconomics? / Ed. by P. Arestis P. – Palgrave Macmillan, 2007; Angeriz A., Arestis P. Monetary Policy in the UK // Cambridge Journal of Economics. 2007. No.6. P. 863-884.

- 2) инфляция является монетарным феноменом;
- 3) обеспечение ценовой стабильности является прерогативой денежно-кредитной политики, оперирующей процентными ставками;
- 4) в долгосрочном периоде отсутствует компромиссный выбор между инфляцией и безработицей; в краткосрочном периоде такой выбор существует.

В 1992 г. ценовая стабильность была определена как годовое изменение RPIX – индекса розничных цен, не учитывающего процентные выплаты по ипотеке (см. рис. 13.1), – в диапазоне от 1 до 4%. В 1995 г. Казначейство перешло к использованию точечного ориентира по инфляции и скорректировало целевой уровень RPIX до 2,5%.

Источник: Office for National Statistics (<http://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/timeseries/cdkq/mm23>; <http://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/timeseries/d7g7/mm23>).

Рисунок 13.1. Инфляция в Великобритании, январь 1976 – ноябрь 2016 гг.

На тот момент денежно-кредитная политика была прерогативой правительства, и канцлер единолично регулировал уровень официальной процентной ставки. С учетом того, что эффективность ТИ определяется степенью доверия экономических агентов к проводимой политике, на первый план выступила задача сделать решения по ставке максимально прозрачными и понятными. Новый характер принятия решений выразился в ежемесячных консультациях канцлера с управляющим Банка Англии и последующем обнародовании протоколов встреч, а также в публикации ежеквартальных отчетов по инфляции с прогнозами изменений цен в двухлетнем периоде. Тем не менее сомнения в том, что канцлер руководствуется исключительно экономическими соображениями, оставались. Для решения проблемы динамической непоследовательности требовалось обеспечить независимость политики центрального банка⁴³⁶.

В мае 1997 г., через несколько дней после формирования лейбористского правительства, новый канцлер Казначейства Гордон Браун передал полномочия по выбору инструментов и методов регулирования инфляции специально созданному Комитету по монетарной политике (Monetary Policy Committee, MPC) Банка Англии. Прерогатива определения целевого уровня инфляции при этом осталась за канцлером. В следующем году операционная независимость Банка Англии была закреплена законодательно, при этом «обеспечение ценовой стабильности и, в силу

⁴³⁶ Kydland F., Prescott E. Rules rather than discretion: the time inconsistency of optimal plans // Journal of Political Economy. 1977. No.3. P. 473-491.

этого, поддержка экономической политики правительства, включая цели по росту и занятости», стало его основной целью⁴³⁷. Следует отметить, что данная формулировка, в которой ценовая стабильность является основной, но не единственной целью центрального банка, аналогична цели Европейской системы центральных банков, прописанной в статье 105 Маастрихтского договора.

С июня 2003 г. целью по инфляции является годовой рост индекса потребительских цен, CPI, на уровне 2%. Переход к новому ориентиру был обусловлен членством Великобритании в ЕС: CPI полностью соответствует гармонизированному индексу потребительских цен, HICP, используемому ЕЦБ. С учетом различий в расчетах и динамике RPIX и CPI, при переходе к новому индексу целевой ориентир был понижен – с 2,5% по индексу RPIX до 2% по индексу CPI.

Целевой уровень инфляции ежегодно подтверждается канцлером в бюджетной речи и в специальном послании Комитету по монетарной политике. При этом подчеркивается гибкий и симметричный характер цели по инфляции, что означает как допустимость отклонений реального уровня инфляции от целевого, так и необходимость учитывать показатели экономического роста при принятии решений в области денежно-кредитной политики. Необходимость реализации гибкого режима ТИ аргументируется как временным лагом, с которым экономика реагирует на изменение процентной ставки, так и существованием в краткосрочном периоде компромиссного выбора между инфляцией и ростом, зависящем от жесткости цен и заработной платы. Из этого следует, что попытки постоянно удерживать инфляцию у целевого уровня могут привести к нежелательным колебаниям выпуска.

На практике это означает, что колебания инфляции, вызванные временными факторами, например, изменением стоимости энергоносителей на мировом рынке, считаются приемлемыми. С другой стороны, систематическое давление на ценовую стабильность, которое оказывают инфляционные ожидания, должно быть скорректировано. Допустимый диапазон колебаний CPI составляет 1 п.п. в любую сторону от целевого ориентира, и при его превышении управляющий Банка Англии направляет открытое письмо канцлеру с объяснением причин и предпринимаемых действий. В связи с указанными обстоятельствами задачей Комитета становится такой выбор направления, инструментов и временного горизонта денежно-кредитной политики, который обеспечил бы возвращение инфляции к целевому уровню в разумный период времени, не создавая при этом напряженности в экономике.

Основным инструментом обеспечения ценовой стабильности является процентная ставка центрального банка, позволяющая поддерживать оптимальное количество денег в обращении путем регулирования их стоимости. С мая 1997 г. по август 2006 г. Комитет оперировал ставкой «репо», затем перешел к использованию ставки по резервам коммерческих банков на счетах в Банке Англии. Считается, что повышение официальной ставки на 1 п.п. при прочих равных условиях в интервале от двух до трех лет приводит к снижению выпуска на 0,6% и снижению инфляции на 1 п.п.⁴³⁸ Что касается временного горизонта, то его Комитет обычно определяет как среднесрочный двух-трехлетний период. Эмпирические данные указывают на то, что изменение уровня процентной ставки достигает наибольшего влияния на динамику спроса и производства с временным лагом в год, и еще около года требуется для того, чтобы эти колебания экономической активности отразились на инфляции⁴³⁹.

Вопреки распространенному мнению о необходимости следовать жестким правилам в реализации последовательной денежно-кредитной политики,

⁴³⁷ BoE Act 1998.

⁴³⁸ Cloyne J., Hürtgen P. The macroeconomic effects of monetary policy: a new measure for the United Kingdom // Bank of England. Working Paper No.493. March 2014.

⁴³⁹ The transmission mechanism of monetary policy. Bank of England (<https://www.bankofengland.co.uk>).

представители Банка Англии признают, что проводимое ими инфляционное таргетирование в значительной степени носит дискреционный характер⁴⁴⁰. Тем не менее, исследования указывают на то, что до 2007 г. политика британского центрального банка может быть довольно точно описана правилом Тэйлора⁴⁴¹. В период с 1992 до 2007 гг. процентная политика Банка Англии характеризуется сильной реакцией на инфляцию и разрыв выпуска и отсутствием реакции на финансовый стресс. С началом кризиса значение инфляционного фактора ослабевает, тогда как реакция на разрыв выпуска резко усиливается. В условиях кризиса отмечается сдержанная реакция на разрыв выпуска, сильная – на финансовый стресс и отсутствие реакции на инфляцию⁴⁴².

Для Комитета по монетарной политике характерен прогнозный подход к принятию решений. Прогнозы инфляции и темпов роста на двухлетнюю перспективу включаются в квартальные отчеты Банка Англии и являются ключевыми при обсуждении монетарной политики. Прогнозные показатели позволяют лучше контролировать как текущую, так и будущую инфляцию, поскольку учитывают временные лаги, с которыми действует трансмиссионный механизм⁴⁴³.

Подчеркивая роль инфляционных ожиданий, Мервин Кинг, управляющий Банка Англии в 2003-2013 гг., отмечает, что в условиях неполноты информации и научного знания способность центрального банка управлять ожиданиями более значима, чем его приверженность жестким правилам регулирования процентной ставки. Благодаря способности контролировать инфляционные ожидания, Банк Англии имеет возможность совершать менее активные действия, чем это может диктоваться жесткими правилами и быть нужным при прочих равных условиях⁴⁴⁴.

Общепризнанно, что способность центрального банка влиять на инфляционные ожидания развивается по мере повышения открытости и прозрачности его деятельности. До перехода к ТИ в 1992 г. политика Банка Англии носила непредсказуемый, почти мистический характер. К 2014 г., согласно докладу Кевина Уорша, бывшего члена совета управляющих и комитета по операциям на открытом рынке ФРС США, по степени открытости Банк Англии уступал лишь центральным банкам Швеции и Новой Зеландии⁴⁴⁵. Этот доклад был подготовлен по запросу управляющего Банка Англии Марка Карни. Рекомендации Уорша нашли отражение в законе 2016 г., утвердившем новый график проведения заседаний Комитета и регламент публикаций основных документов⁴⁴⁶.

Наиболее важными средствами коммуникации между Банком Англии и обществом являются ежеквартальный отчет по инфляции и протоколы заседаний Комитета по монетарной политике. Отчеты по инфляции публикуются с февраля 1993 г. и стали образцом документов аналитико-прогностического характера, выпускаемых центральными банками. Материалы содержат общую информацию о последнем заседании Комитета, аналитические обзоры о состоянии экономики и финансовых рынков, а также прогнозы членов Комитета по инфляции и росту на среднесрочный период. Подготовка отчетов, осуществляемая сотрудниками банка

⁴⁴⁰ Bean C. Is There a New Consensus in Monetary Policy? In: Is there a New Consensus in Macroeconomics? P. 167-185.

⁴⁴¹ Taylor J. Discretion versus Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. P. 195–214/

⁴⁴² Martin C., Milas C. Financial crises and monetary policy: evidence from the UK // Journal of Financial Stability. 2013. No.4. P. 654-661.

⁴⁴³ Batini N., Haldane A. Monetary policy rules and inflation forecasts // Bank of England Quarterly Bulletin: 1999. No.1. P. 60-66.

⁴⁴⁴ King M. Monetary Policy: Practice Ahead of Theory // Bank of England. 2005. May 17.

⁴⁴⁵ Warch K. Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee. December 2014. P. 28.

⁴⁴⁶ Bank of England and Financial Services Act 2016.

под руководством членов Комитета, преследует две основные цели: сопроводить заседания комитета актуальной экономической информацией и объяснить общественности логику решений, принятых на заседании.

Протоколы заседаний комитета по денежно-кредитной политике берут начало с так называемых «шоу Эдди и Кена» – публиковавшихся с 1994 г. записей ежемесячных встреч между канцлером Казначейства Кеннетом Кларком и управляющим Банка Англии Эдди Джорджем. Ретроспективные публикации должны были самым фактом убедить рынки в том, что решения по ставке носят взвешенный характер, и при их принятии политические амбиции канцлера были уравновешены технократичным подходом управляющего. Современные протоколы представляют собой хорошо структурированное изложение основных мнений, прозвучавших на заседании, информацию о том, как голосовал каждый член Комитета, и комментарии членов, не поддержавших принятое решение, по поводу своей позиции, отличной от мнения большинства. В соответствии с новым законом, отчеты по инфляции и протоколы заседаний, ранее выходившие с задержкой, начиная с 15 сентября 2016 г. публикуются одновременно с объявлением результатов заседания Комитета.

Деятельность Комитета по монетарной политике является ключевым и довольно специфическим элементом британской модели ТИ. С момента образования в 1997 г. в его состав, помимо пяти представителей Банка Англии, включая управляющего, входят четверо сторонних экономистов, утверждаемых канцлером казначейства. Все члены подотчетны парламенту и несколько раз в год обязаны участвовать в заседаниях профильного парламентского комитета. Решения по процентной ставке принимаются простым большинством голосов, при этом мнение управляющего учитывается наравне с остальными и не оказывает существенного влияния на результат⁴⁴⁷.

Исследователи отмечают, что различия между предпочтениями внутренних и внешних членов Комитета не особенно заметны в первый год, но отчетливо проявляются к третьему году работы в Комитете. Члены Комитета, не имеющие опыта работы в центральном банке, склонны придавать больший вес показателям разрыва объема производства и чаще голосовать за понижение ставки в случаях, когда фактический объем ниже потенциального, чем за повышение, когда он выше. В свою очередь, сотрудники банка чаще отдают приоритет инфляционным ожиданиям и прогнозам по инфляции и придерживаются политики более высоких процентных ставок⁴⁴⁸. Помимо членов Комитета на заседаниях присутствует сотрудник Казначейства, принимающий участие в обсуждении, но не имеющий права голоса. Его задачей является предоставление членам Комитета информации о текущих изменениях в области бюджетной и экономической политики правительства и информировании канцлера об актуальной ситуации в области денежно-кредитной политики. Тот факт, что в состав Комитета входят иностранные специалисты, подчеркивает открытый характер принимаемых решений и позволяет напрямую использовать международный опыт.

Как подчеркивает Мервин Кинг, ТИ в Великобритании опирается не столько на трансмиссионный механизм, сколько на механизм принятия и трансляции решений в области денежно-кредитной политики. При этом попытки Комитета при принятии решений оценивать входящую информацию максимально рационально не исключают возможности использования эвристических допущений.

⁴⁴⁷ Chappell H., McGregor R., Vermilyea T. Power-Sharing in Monetary Policy Committees: Evidence from the United Kingdom and Sweden // *Journal of Money, Credit and Banking*. 2014. No.4. P. 665-692.

⁴⁴⁸ Gerlach-Kristen P. Outsiders at the Bank of England's MPC // *Journal of Money, Credit and Banking*. 2009. No.6. P.1099-1115; Berk J.M., Bierut B., Meade E. The Dynamic Voting Patterns of the Bank of England's MPC // *De Nederlandsche Bank*. September 2010 (<https://www.dnb.nl>).

Такой подход обусловлен высокой степенью неопределенности в экономике; неточностью и недостаточностью информации, приводящей к необходимости пересмотра официальных статистических данных; несовершенством теоретических конструкций и прогностических моделей. В частности, по этим причинам графическое изображение прогнозов Комитета осуществляется в форме веерных диаграмм. Следует отметить, что прогнозы строятся на основе нескольких DSGE-моделей (ведущей моделью Банка Англии на текущий момент является COMPASS), опирающихся на гипотезу рациональных ожиданий, но результаты моделирования не играют решающей роли. Более того, в статьях и выступлениях представителей Комитета прослеживаются сомнения в способности домохозяйств действовать исключительно рационально и указывается на преобладающее значение поведенческих аспектов в принятии решений экономическими агентами⁴⁴⁹. В этом контексте интерес представляет теория перспектив⁴⁵⁰.

Конечный результат зависит от экспертного мнения членов Комитета, критически осмысливающих большой объем информации, полученной из разных источников, в том числе из личного общения с населением и представителями компаний в ходе регулярных поездок по стране. Задача Комитета – принятие решений и их трактовка таким образом, чтобы подвести экономических агентов к выводу о том, что «ожидаемая инфляция равна целевому уровню инфляции».

Антикризисная политика и новая денежная концепция Банка Англии

Переход к политике инфляционного таргетирования в 1992 г. совпал с длительным, около полутора десятилетий, периодом относительно стабильного развития экономики на фоне умеренной инфляции. Этот период лишь отчасти можно объяснить успехами макроэкономического регулирования посредством политики ТИ, а в большей степени – благоприятной мировой экономической конъюнктурой. В течение этого времени британская модель ТИ довольно успешно решала задачу обеспечения ценовой стабильности посредством манипулирования процентной ставкой. Мировой финансовый кризис 2007-2008 гг. поставил под сомнение эффективность основного инструмента денежно-кредитной политики и потребовал перехода к нестандартным методам регулирования.

Первой реакцией Банка Англии на кризис стало агрессивное понижение ставки – с 5,75% в ноябре 2007 г. до 0,5% в марте 2009 г. (см. рис. 13.2) – и обеспечение ликвидности банковского сектора в соответствии с классической функцией кредитора последней инстанции⁴⁵¹. Однако этих мер оказалось недостаточно для того, чтобы переломить ожидания дальнейшего ухудшения экономической ситуации.

После снижения процентной ставки до эффективного минимального уровня Банк Англии был вынужден перейти к реализации программы количественного смягчения для увеличения количества денег в обращении. Таким образом, акценты политики Банка Англии были смещены со стоимости денег на их количество, а в качестве основного инструмента стали использоваться резервы коммерческих банков на счетах в Банке Англии. Теоретически увеличение денежного предложения должно было привести объем совокупного спроса в соответствие с тем, который требуется для достижения целевого уровня инфляции в среднесрочном периоде.

⁴⁴⁹ King M. Monetary Policy: Practice Ahead of Theory // Bank of England. 2005. May 17; Haldane A. Central Bank Psychology // Bank of England. 2014.

⁴⁵⁰ Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decisions under risk // *Econometrica*. 2009. No.2. P. 263-291.

⁴⁵¹ Выполнение центральным банком функции кредитора последней инстанции подразумевает предоставление неограниченного кредитования устойчивым, но испытывающим временную нехватку ликвидных средств институтам под качественное обеспечение и по завышенной ставке.

Источник: Bank of England (<https://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/rates/baserate.xls>).

Рисунок 13.2. Официальная ставка Банка Англии, 1992-2016 гг.

Прежде чем переходить к анализу антикризисной политики, необходимо сделать отступление о том, каким образом Банк Англии рассматривает механизм создания денег в современной экономике. Следует подчеркнуть, что британский центральный банк в настоящее время не контролирует напрямую объем денежной массы и не использует минимальные резервные требования в качестве инструмента своей политики. Согласно новой денежной концепции Банка Англии, основным способом создания и изъятия денег в современной экономике является предоставление и погашение кредитов коммерческими банками⁴⁵². В отличие от традиционной денежной теории, эта концепция отрицает, во-первых, роль денежного мультипликатора в процессе кредитования и, во-вторых, исключительно посредническую функцию банков, в соответствии с которой кредитование происходит за счет средств, внесенных клиентами на депозиты.

Банк Англии рассматривает деньги как особую форму долговых обязательств (IOU), используемых в качестве средства обмена. Аналогично традиционной теории, в новой концепции выделяются денежная масса и денежная база. Первый показатель включает в себя деньги, доступные потребителям для совершения сделок: наличность как обязательства центрального банка и депозиты, составляющие 97% денежной массы, как обязательства коммерческих банков перед потребителями. Денежная база, или деньги центрального банка, включает наличность как обязательства перед потребителями и резервы как обязательства центрального банка перед коммерческими банками.

Центральный банк реализует монетарную политику посредством денежной базы, так как является единственным эмитентом денег, составляющих этот денежный агрегат⁴⁵³. Инструментом регулирования при этом является не норма резервирования, обуславливающая размер резервов, а процентная ставка, определяющая их стоимость. Опираясь ставкой по резервам коммерческих банков на счетах в центральном банке, последний влияет на решения коммерческих банков относительно объемов кредитования и, как следствие, объем депозитов, а также размер денежной массы, величину совокупных расходов и инфляцию. Зависимость

⁴⁵² McLeay M., Radia A., Thomas R. Money creation in the modern economy // Quarterly Bulletin. 2014. Q1. P. 14-27.

⁴⁵³ Выпуск банкнот некоторыми уполномоченными шотландскими и североирландскими коммерческими банками осуществляется таким образом, что не оказывает влияния на размер денежной базы.

между объемами резервов и кредитов в данном случае противоположна той, что описана в традиционных учебниках.

В кризисной ситуации, когда процентные ставки оказываются на минимальном эффективном уровне, объем создаваемых денег и уровень расходов в экономике могут быть слишком низкими, чтобы соответствовать целям монетарной политики центрального банка. В этом случае центральный банк может оказать прямое влияние на величину денежной массы путем выкупа активов у небанковского сектора. При этом коммерческий банк выступает в роли посредника, открывающего депозит держателю актива, а центральный банк финансирует покупку актива путем увеличения резервов этого коммерческого банка. В итоге происходит увеличение баланса банка: обязательствам по новым депозитам соответствуют активы в форме новых резервов. Иными словами, вследствие количественного смягчения возникают обязательства центрального банка перед коммерческим банком и равные им обязательства коммерческого банка перед компанией – продавцом активов.

Таким образом, количественное смягчение непосредственно воздействует на величину как денежной массы, так и денежной базы, но не оказывает прямого влияния на объемы банковского кредитования. Трансмиссионный механизм политики количественного смягчения работает в обход банковского сектора, осуществляя прямое стимулирование расходов частного сектора.

Решение о переходе к политике количественного смягчения было принято на заседании Комитета 5 марта 2009 г., тогда как основные параметры программы выкупа активов были согласованы с казначейством еще в начале года. Целью количественного смягчения, предпринятого Банком Англии, было достижение инфляционного ориентира посредством денежного вливания в экономику и стимулирования номинальных расходов. Идея состояла в покупке активов, преимущественно гособлигаций, у небанковских финансовых компаний, таких как пенсионные фонды или страховые компании. Предполагалось, что полученные средства будут израсходованы на приобретение материальных либо финансовых активов. В первом случае происходит прямое воздействие на совокупный спрос, во втором – опосредованное, за счет снижения уровня рыночных процентных ставок. Политика количественного смягчения сопровождалась расширением баланса Банка Англии как относительно номинального ВВП, так и относительно объема государственных долговых обязательств (см. рис. 13.3).

Источник: Bank of England (<https://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/onebank/balance.xlsx>).

Рисунок 13.3. Баланс Банка Англии, 2007-2014 гг. (млрд. фунтов стерлингов)

В рамках принятой программы в 2009-2012 гг. было проведено три последовательных раунда покупки активов. В период с марта 2009 г. по январь 2010 г. Банк Англии выкупил средне- и долгосрочные государственные облигации на общую сумму 200 млрд. фунтов стерлингов (QE1). С октября 2011 г. по май 2012 г. в связи с ухудшением экономической ситуации на фоне кризиса суверенных долгов в еврозоне он дополнительно приобрел активы на сумму 125 млрд. фунтов стерлингов (QE2). В июле 2012 г. было объявлено о расширении программы еще на 50 млрд. (QE3). В итоге совокупный объем приобретенных центральным банком ценных бумаг составил 375 млрд. фунтов стерлингов, или 14% ВВП.

Большинство экспертов сходится во мнении, что программа количественного смягчения в наибольшей степени задействовала канал портфельного баланса – механизм воздействия на экономику посредством реструктуризации инвестиционных портфелей. С этой точки зрения наибольшую эффективность продемонстрировал первый раунд выкупа активов. Количественное смягчение в 2009-2010 гг. сопровождалось падением доходностей государственных обязательств со сроками погашения от 5 до 25 лет в среднем на 100 базисных пунктов,⁴⁵⁴ тогда как результатом выкупа всего объема бумаг стало снижение доходностей на 25 базисных пунктов⁴⁵⁵. Это было вызвано тем, что наибольшее влияние программы количественного смягчения на доходности государственных обязательств ощущается на этапе, когда формируются ожидания, а не когда осуществляются реальные операции. Покупка активов в 2011-2012 гг. оказала меньшее влияние на рыночные доходности, так как действия центрального банка постепенно начали закладываться в стоимость активов⁴⁵⁶.

Между тем ряд аналитиков полагает, что реализация программы оказала негативное влияние на инфляционные ожидания в краткосрочном периоде. Это означает, что сигнальный механизм в Великобритании сработал в противоположном, чем предполагалось, направлении. Экономические агенты могли воспринять расширение баланса центрального банка и обещание удерживать процентные ставки на низком уровне как указание на то, что Банк Англии видит понижающие риски инфляции, и, соответственно, скорректировать свои инфляционные ожидания в сторону понижения⁴⁵⁷.

В 2010-2011 гг. уровень инфляции превышал целевой ориентир, что могло объясняться как политикой количественного смягчения, так и резким падением фунта стерлингов по отношению к доллару в период с ноября 2007 г. по март 2009 г. То обстоятельство, что решение о переходе к количественному смягчению было принято в ситуации, когда инфляция превышала целевой уровень, может быть рассмотрено как временный отказ Банка Англии от обеспечения ценовой стабильности и переход к стимулированию роста. Однако если учесть, что решения Комитета основываются на инфляционных ожиданиях и прогнозах, такой вывод становится менее очевидным, поскольку прогнозы указывали на резкое ослабление деловой активности и инфляционного давления. К моменту принятия программы выкупа активов сформировалась понижающая тенденция в динамике цен, и по сравнению с максимумом, зафиксированным в сентябре 2008 г., к марту 2009 г. уровень инфляции снизился более чем на 2 п.п.

⁴⁵⁴ Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I., Theodoridis K. Assessing the economy-wide effects of quantitative easing // Bank of England Working Paper No.443. January 2012.

⁴⁵⁵ Meaning J., Warren, J. The transmission of unconventional monetary policy in UK government debt markets // National Institute Economic Review. No.234. November 2015.

⁴⁵⁶ Haldane A., Roberts-Sklar M., Wieladek T., Young C. QE: the story so far // Bank of England. Staff Working Paper No.624. October 2016.

⁴⁵⁷ End J.W., Pattipeilohya Ch. Central bank balance sheet policies and inflation expectations // De Nederlandsche Bank. 2015. May 12.

Основная проблема политики количественного смягчения состоит в отсутствии достаточного опыта ее применения и сложности прогнозирования долгосрочных результатов. Тем не менее в ситуации, в которой Великобритания оказалась после финансового кризиса 2007-2009 гг., политика увеличения денежного предложения путем расширения баланса центрального банка оказалась оправданной. По оценкам Банка Англии, первый раунд программы выкупа активов на 200 млрд. фунтов стерлингов добавил около 1,5% годового роста ВВП, и привел к повышению годовой инфляции на 1,25 п.п.⁴⁵⁸

По мере выхода из кризисной ситуации все больше внимания стало уделяться вопросу о том, как избежать ее повторения в будущем. Неспособность политики ТИ компенсировать рыночные дисбалансы, порождаемые спекулятивным ростом стоимости активов, вызывала многочисленные споры еще до финансового кризиса, а после него стала наиболее распространенной причиной критики монетарных властей. Различия между подходами к проведению денежно-кредитной политики обусловлены отношением к таким аспектам, как обоснованность учета стоимости акций и недвижимости в ценовых индексах, возможность идентификации рыночных пузырей на этапе их формирования и целесообразность использования процентной политики для сдерживания спекулятивной составляющей рыночного роста.

Накануне кризиса большинство экономистов склонялось к мнению о том, что в силу высокой волатильности цены на финансовые активы и недвижимость не должны учитываться при определении ценовой стабильности или, в крайнем случае, учитываться с минимальным весом. Общеизвестным являлось правило, согласно которому центральные банки при проведении денежно-кредитной политики должны ориентироваться на относительно стабильные цены потребительских товаров. Действия монетарных властей регламентировались следующими принципами: 1) не таргетировать стоимость активов; 2) не пытаться противодействовать формированию пузыря; 3) после его схлопывания предпринимать меры по вливанию ликвидности в финансовую систему с целью избежать экономического спада. Ведь изменение процентной ставки оказывает влияние на фундаментальные условия, а рыночные пузыри, по определению, раздуваются факторами спекулятивного характера. Проблема, однако, заключается в том, что чрезмерное удорожание рыночных активов вызывает эффект благосостояния, который, в свою очередь, влияет на совокупные расходы и далее – на уровень потребительских цен. Тем не менее, по мнению Чарльза Бина, бывшего главного экономиста и заместителя управляющего Банка Англии, слишком широкий показатель усложнит политику центрального банка. Предпочтительнее рассматривать изменение стоимости активов как часть того объема информации, который используется для прогнозирования инфляции, а не как составную часть таргетируемого индекса⁴⁵⁹.

Очевидно, что прогнозировать силу воздействия и временной лаг между изменением процентных ставок и ростом цен на активы гораздо сложнее, чем между ставкой и традиционной потребительской инфляцией. Соглашаясь с этим, Чарльз Гудхарт, ведущий британский специалист в области денежно-кредитной политики и член Комитета Банка Англии в 1997-2000 гг., предлагает компромиссный вариант, в котором в расчетную базу таргетируемого индекса должны быть включены цены на недвижимость, и в случае формирования рыночного пузыря центральный банк попытается найти альтернативные инструменты регулирования⁴⁶⁰.

⁴⁵⁸ Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I., Theodoridis K. Op. cit.

⁴⁵⁹ Bean C. Is There a New Consensus in Monetary Policy? In: Is there a New Consensus in Macroeconomics? P. 167-185.

⁴⁶⁰ Goodhart C. The Future of Central Banking // London School of Economics. Special Paper No.162. September 2005.

Теоретически индекс потребительских цен, в корзину которого входит около 700 наименований, должен учитывать все расходы на товары и услуги, приобретенные домохозяйствами, однако показатели, отражающие ситуацию на рынке недвижимости, в его расчетной базе отсутствуют. В 2013 г. Управление национальной статистики Великобритании перешло к публикации индекса потребительских цен, включающего расходы на содержание жилой недвижимости (owner occupiers' housing costs), – CPIH. Предполагается, что в перспективе CPIH может быть использован для индексации заработной платы, пособий и пенсий. По утверждению Пола Джонсона, директора института фискальных исследований, CPIH является более точным показателем инфляции по сравнению с CPI⁴⁶¹.

Уильям Бьютер, другой член Комитета в 1997-2000 гг., видит проблему рыночных пузырей в неспособности или нежелании властей допустить крах крупных финансовых институтов. Это стимулирует принятие этими институтами повышенного риска и ведет к нежелательным последствиям в распределении ресурсов. Решением этой проблемы является повышение роли макропруденциального регулирования как механизма снижения системных банковских рисков и обеспечения финансовой стабильности, в частности, ужесточение требований к показателям банковской устойчивости⁴⁶². Для этого в 2011 г. был создан специальный Комитет по финансовой политике (Financial Policy Committee, FPC). При этом, как видно из протоколов заседаний Комитета по монетарной политике, ситуация на рынках активов осталась одной из ключевых тем, обсуждаемых при принятии решений относительно процентной ставки и программ количественного смягчения.

«Новая нормальность»: факторы инфляции в современной экономике

За период, прошедший после финансового кризиса, Банку Англии не удалось ни вернуться к стандартным методам регулирования, ни обеспечить ценовую стабильность. С середины 2008 г. до середины 2016 г., потребительские цены в Великобритании демонстрировали высокую волатильность, вызывая резкие колебания CPI в диапазоне от 5,2% до -0,1%, причем в 2008-2013 гг. среднегодовой рост потребительских цен (3,3%) существенно превышал инфляционный ориентир. В условиях неустойчивого восстановления экономики Банк Англии воздерживался от повышения ставки, и подвергся критике за неспособность обеспечить ценовую стабильность⁴⁶³. В 2012 г. некоторые ключевые на тот момент инфляционные факторы начали ослабевать: 1) фунт, потерявший почти четверть своей стоимости в 2007-2008 гг. и вызвавший удорожание импорта, стабилизировался; 2) рост цен на товарных рынках замедлился, 3) повышение НДС с 17,5% до 20%, произошедшее в январе 2011 г., снизило свое воздействие на индекс. В то же время повышение в 2012 г. максимальной платы за обучение с 3375 до 9000 фунтов стерлингов имело проинфляционный эффект.

К концу 2014 г. Великобритания столкнулась с периодом крайне низкой, почти нулевой, инфляции, беспрецедентным со времени перехода к плавающему валютному курсу. Ведущую роль в этом процессе сыграло падение стоимости нефти на мировом рынке и 15-процентный рост эффективного валютного курса фунта стерлингов с марта 2013 г. по июль 2014 г. В итоге цены на бензин в июне 2016 г. оказались на 4%, а бытового газа – на 6,7% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Индекс потребительских цен составил 0,5%, а его отклонение от целевого уровня – 1,5 п.п., причем на $\frac{3}{4}$ это отклонение было обусловлено

⁴⁶¹ Johnson P. UK Consumer Price Statistics: A Review // UK Statistics Authority. January 2015.

⁴⁶² Buiter W. Central banks and financial crises. // Jackson Hole, Wyoming, August 21-23, 2008.

⁴⁶³ Philip Arestis, Malcolm Sawyer. A new paradigm for macroeconomic policy // International Journal of Public Policy. 2011. Issue 1-3. P. 22-39.

снижением цен на топливо и продукты питания (см. таблица 13.1)⁴⁶⁴. Ситуация осложнялась тем, что базовая (core) инфляция, не учитывающая нестабильные цен на эти категории товаров, также демонстрировала понижительный тренд.

Таблица 13.1.

Влияние изменений цен на отдельные категории товаров и услуг (процентные пункты) на индекс потребительских цен в периоды наиболее значительного отклонения индекса от целевого уровня инфляции

Период	Топливо	Продукты питания и безалкогольные напитки	Другие товары	Услуги	CPI
Декабрь 2014		-0,5		1,1	0,5
Март 2015		-1,1		1,1	0,0
Июнь 2015		-1,1		1,0	0,0
Сентябрь 2015	-0,7	-0,2	-0,3	1,1	-0,1
Декабрь 2015	-0,6	-0,3	-0,3	1,3	0,2
Март 2016	-0,5	-0,3	-0,1	1,3	0,5
Июнь 2016	-0,3	-0,3	-0,2	1,3	0,5
Среднее в 1997-2007	0,3	0,2	-0,1	1,6	2,0

Источники: Letters on monetary policy from the Governor to the Chancellor. 12 February 2015; 13 May 2015; 6 August 2015; 5 November 2015; 4 February 2016; 12 May 2016; 4 August 2016 (<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/letters.aspx>).

Тем не менее к середине 2016 г. инфляционные ожидания снизились в меньшей степени, чем уровень общей инфляции (см. рис. 13.4). Об этом свидетельствовали опросы и рыночные индикаторы, в частности, динамика спреда доходностей индексируемых с учетом инфляции и неиндексируемых государственных облигаций. В случае снижения инфляционных ожиданий появился бы риск изменения поведения потребителей в соответствии с дефляционным сценарием. Однако устойчивый рост реальных доходов населения поддерживал потребительские расходы на высоком уровне.

Источники: Bank of England (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2016/016.aspx>); Office for National Statistics (<http://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/timeseries/d7g7/mm23>).

Рисунок 13.4. Динамика инфляционных ожиданий и CPI (ноябрь 1999 г. – ноябрь 2016 г.)

Согласно исследованию, проведенному компанией TNS по заказу Банка Англии, инфляционные ожидания в краткосрочной перспективе, до года, в значительной степени связаны с восприятием текущего уровня инфляции. При этом

⁴⁶⁴ Letter on monetary policy from the Governor to the Chancellor. 4 August 2016.

наибольшее значение имеют ретроспективные показатели: в ходе опроса около трети домохозяйств отметили, что изменения цен за предыдущие 12 месяцев имели определяющее значение при формировании их ожиданий на год вперед. Наибольшее влияние на восприятие текущей инфляции оказывают цены на продукты питания и стоимость коммунальных услуг, тогда как чуть менее половины респондентов (45%) вообще не знает о том, чему равно текущее значение CPI. При формировании инфляционных ожиданий в долгосрочном – пятилетнем – периоде возрастает значение опережающих индикаторов, тем не менее запаздывающие показатели продолжают играть важную роль. Такие показатели как состояние экономики, уровень процентных ставок и цель по инфляции учитываются каждым пятым. И лишь небольшое число респондентов упомянуло о текущем уровне CPI или сообщениях в СМИ как наиболее важных факторах⁴⁶⁵.

Среди основных факторов, определяющих инфляционные процессы на текущем этапе, следует выделить: 1) изменение структуры рабочей силы; 2) уровень производительности труда; 3) стоимость энергоносителей на мировом рынке; 4) динамику курса фунта стерлингов. К инфляционным факторам административного характера относится введение с апреля 2016 г. минимального уровня оплаты труда, привязанного к прожиточному минимуму, для работников старше 25 лет: 7,20 фунтов стерлингов в час, что означает годовую прибавку к заработной плате в размере 910 фунтов стерлингов. Несмотря на то что в первой половине 2016 г. безработица вернулась к докризисному уровню, рост заработной платы оказался незначительным. Есть предположение, что уровень оплаты труда находится под давлением происходящих в последние десятилетия изменений в структуре рабочей силы. Повышение с середины 1990-х годов уровня образования экономически активного населения и сдвиг в сторону занятости, требующей более высокой квалификации, стало одним из факторов роста производительности труда и заработной платы. Сокращение рабочих мест в низкоквалифицированном и низкооплачиваемом сегменте в начале финансового кризиса оказало дополнительное повышательное давление на заработную плату, однако в 2014-2015 гг. сформировалась обратная тенденция. Наблюдаемое в 2015-16 гг. снижение безработицы происходит, в том числе, за счет восстановления низкооплачиваемых рабочих мест и увеличения доли низкоквалифицированного труда. Максимальное влияние структурного фактора на замедление роста заработной платы в 2014 г. оценивается в 1 п.п., в 2015 г. – в $\frac{3}{4}$ п.п., далее влияние фактора ослабевает⁴⁶⁶. Рассматривая причины низких темпов роста заработной платы, эксперты Банка Англии высказывают мнение о возможном негативном влиянии фактора низкой инфляции самого по себе. Традиционно обсуждения зарплатных перспектив в ходе заключения трудового контракта основываются на инфляционных ожиданиях⁴⁶⁷. Повод для беспокойства представляют также слабые темпы роста производительности труда, четкого объяснения которым пока не находится⁴⁶⁸.

Наибольшую сложность с точки зрения денежно-кредитной политики представляет изменение стоимости фунта стерлингов по отношению к валютам основных торговых партнеров. Значимость этого фактора определяется тем, что Великобритания импортирует около трети товаров и услуг, потребляемых

⁴⁶⁵ Rowe J. How are households' inflation expectations formed? // Bank of England Quarterly Bulletin. 2016. Q2. P. 82-86.

⁴⁶⁶ Berry S., Corder M., Duffy Ch., Hackworth Ch., Speigner B. Trends in UK labour supply // Bank of England Quarterly Bulletin. 2015. Q4. P. 344-356; Abel W., Burnham R., Corder M. Wages, productivity and the changing composition of the UK workforce // Bank of England Quarterly Bulletin. 2016. Q1. P. 12-22.

⁴⁶⁷ McCafferty I. Wages, inflation and current monetary policy. Bank of England. April 2016

⁴⁶⁸ Barnett A., Batten S., Chiu A., Franklin J., Sebastia-Barriel M. The UK productivity puzzle // Bank of England Quarterly Bulletin. 2014. Q2. P. 114-128.

домохозяйствами, и изменения валютного курса с некоторым временным лагом отражаются на стоимости товаров, формирующих инфляцию⁴⁶⁹.

Комитет исходит из того, что, вопреки распространенному мнению, механизм влияния валютного курса на инфляцию не является постоянным. Так, с начала кризиса было зафиксировано повышение чувствительности индекса потребительских цен к изменениям курса фунта стерлингов. Кроме того, существенное значение имеют причины, вызывающие смену тренда на валютном рынке, такие как изменения внутреннего и мирового спроса, темпов роста производительности труда, внутренней денежно-кредитной политики или мировых шоков предложения. В частности, изменения валютного курса, вызванные резкими шоками предложения, ассоциируются со значительно большим последующим изменением инфляционного уровня, чем в случае действия других причин. Девальвация фунта стерлингов в период кризиса привела к росту импортных цен и инфляции в большей степени, чем ожидалось, тогда как последующее укрепление валюты оказало меньшее, по сравнению с прогнозами, влияние на цены.

Процесс взаимодействия валютного курса и инфляции является длительным и происходит в два этапа. Приблизительно в течение года изменения валютного курса находят отражение в ценах на импортные товары, после чего распространяется на общий уровень цен, и это, по разным оценкам, занимает от трех до пяти, а иногда и более лет. Второй период сложен для прогнозирования, так как зависит от широкого спектра переменных, не поддающихся точным измерениям, в том числе от степени доверия экономических агентов к политике центрального банка⁴⁷⁰.

После голосования о выходе Великобритании из ЕС основным фактором экономического развития страны стала неопределенность. В этих условиях Банк Англии принял пакет мер, действующий оба имеющихся в наличии инструмента денежно-кредитной политики. В целях оказания дополнительной поддержки экономике и возвращения инфляции к целевому уровню Комитет проголосовал за снижение официальной ставки на $\frac{1}{4}$ п.п. до 0,25%, принятие программы срочного финансирования, проведение покупки корпоративных облигаций на 10 млрд. фунтов стерлингов и расширение программы выкупа государственных облигаций на 60 млрд. фунтов стерлингов – до 435 млрд. В то время как снижение процентной ставки уже было учтено рынками в стоимости ценных бумаг, расширения программы количественного смягчения в таком объеме не ожидалось. Как следствие, реакция финансовых рынков оказалась схожей с той, что наблюдалась после принятия первой программы выкупа активов (QE1) в 2009 г.

Фактор неопределенности способствовал осознанию того обстоятельства, что имеющийся в арсенале британского центрального банка инструментарий не отвечает в полной мере сложившейся экономической ситуации. Выдвигая в 2009 г. концепцию «новой нормальности», Мохамед Эль-Эриан, бывший исполнительный директор «PIMCO», предупреждал, что выход из финансового кризиса не гарантирует возвращения экономики к докризисным условиям развития и темпам роста⁴⁷¹. Становится очевидным, что в условиях новой реальности Банк Англии склонен сдержанно реагировать на усиление инфляционного давления и акцентировать внимание на стимулировании деловой активности, однако монетарных методов для реализации этой стратегии недостаточно.

⁴⁶⁹ Carney M. Inflation in a globalised world // Economic Policy Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. 2015. August 29.

⁴⁷⁰ Forbes K. Much ado about something important: How do exchange rate movements affect inflation? // 47th Money, Macro and Finance Research Group Annual Conference, Cardiff. 2015. September 11.

⁴⁷¹ Mohamed A. El-Erian. Navigating the New Normal in Industrial Countries // International Monetary Fund. Per Jacobsson Foundation, 2010. December 15.

Низкая эффективность денежно-кредитной политики в ситуации, когда процентные ставки близки к нулевому уровню, актуализирует вопрос о переходе к стимулирующей бюджетной политике. В ноябре 2016 г. консервативное правительство Терезы Мэй представило экономическую программу, направленную на создание таких внутренних экономических условий, которые снизят возможные негативные последствия от пересмотра отношений с ЕС. В качестве ключевых проблем, отрицательно сказывающихся на развитии экономики в долгосрочном периоде, выделяется медленный рост производительности труда и неустойчивое состояние жилищного сектора.

Предложенная программа предусматривает решение проблемы низкой производительности труда посредством значительного увеличения государственных расходов на инфраструктуру и инновации и проблемы перегрева рынка недвижимости за счет государственных интервенций. Принципиальное значение имеет то, что Казначейство отказалось как от финансирования новых проектов за счет повышения налогов, так и от планов достичь профицита бюджета к 2020 г., хотя и обещает сбалансировать бюджет после следующих парламентских выборов⁴⁷². Тот факт, что финансирование новых проектов будет осуществляться за счет дополнительных заимствований, подчеркивает стимулирующий характер бюджетных мер и намерение консервативного правительства перейти к более активному использованию бюджетной политики.

* * *

Анализ политики обеспечения низкой и предсказуемой инфляции позволяет выделить три основные периода в эволюции взглядов и методов макроэкономического регулирования в Великобритании: 1) формирование и последующая реализация инфляционного таргетирования с использованием традиционных инструментов (процентной ставки) в условиях относительно стабильного экономического развития; 2) переход к нестандартным методам (баланса центрального банка) регулирования в кризисной ситуации и перенос акцентов в сторону финансовой стабильности; 3) переосмысление значимости инфляционного регулирования в период низких темпов экономического роста и постепенное смещение приоритетов от инфляции к росту.

Британский опыт демонстрирует как широкие адаптивные возможности инфляционного таргетирования, так и классическую асимметрию денежно-кредитной политики. Период с 1992 по 2007 гг. дает основания полагать, что процентная политика как стандартный инструмент ТИ может успешно применяться для сглаживания умеренных циклических колебаний. Наличие дополнительного инструмента в виде расширения баланса центрального банка позволяет в течение ограниченного времени использовать денежно-кредитную политику как средство антикризисного регулирования. Однако затягивание ситуации, характеризующейся низкой экономической активностью на фоне подавленной инфляции, приближает эту политику к границам своих возможностей.

В ситуации слабой экономической активности и низких инфляционных рисков актуализируется вопрос о смене приоритетов макроэкономического регулирования как с точки зрения целей, так и инструментария. Происходит смещение акцентов с регулирования инфляции на стимулирование роста и переход от монетарных мер к бюджетным в рамках новой формирующейся экономической парадигмы.

⁴⁷² Autumn Statement 2016: Philip Hammond's speech. 23 November 2016

Глава 14. Инфляция в Швеции

До Первой мировой войны в Швеции цены росли в периоды высокой конъюнктуры, но снижались соответственно в периоды низкой конъюнктуры. В период Первой мировой войны страна пережила драматический инфляционный шок вследствие быстро увеличивавшейся денежной массы и резко возросших цен на сырьевые товары из-за блокады в годы войны. После Первой мировой войны цены вновь резко упали в ходе глубокого экономического кризиса в начале 1920-х годов. В период кризиса 1930-х годов также господствовала дефляция.

Как Вторая мировая война, так и война в Корее привели к краткосрочной высокой инфляции. Но после этого цены не упали, как это было раньше после соответствующих подъемов. Вместо этого начался постоянный рост уровня цен. К концу 1960-х годов инфляция начала ускоряться, и все 1970-е годы стали десятилетием высокой инфляции. В 1980-х годах инфляция также была относительно высокой. Напротив, в 1990-х годах темпы инфляции основательно снизились в связи с глубоким экономическим кризисом и ростом безработицы. Когда в конце десятилетия темпы экономического роста вновь повысились, инфляция осталась на низком уровне. Таким образом, потребовалось несколько десятилетий, чтобы Швеция добилась успеха в борьбе с инфляцией.

Соотношение инфляции, безработицы и заработной платы в Швеции

В течение более 50 лет – с 1930-х до 1980-х годов – полная занятость была важнейшей целью экономической политики в Швеции и шведской модели в целом. При этом экономист из Центрального объединения профсоюзов Швеции (ЦОПШ) Ёста Рен утверждал, что политика обеспечения полной занятости должна сочетаться с активной борьбой против инфляции⁴⁷³. Шведская модель должна была использовать такие методы поддержания полной занятости, которые не приводили к инфляции издержек и отрицательному воздействию на экономику. Как впоследствии показала практика, дилемма между безработицей и инфляцией явилась «ахиллесовой пятой» шведской модели.

Взаимосвязь между безработицей и инфляцией оказалась нестабильной. Данные фактической динамики показателей безработицы и инфляции в Швеции (начиная с середины 1960-х годов) представляли резкий контраст с зависимостью, которая была характерна для 1950-х и начала 1960-х годов. С 1960-х до начала 1980-х годов одновременно росли как безработица, так и инфляция. В 1980-е годы были снижающаяся инфляция и растущая безработица, а затем повышающаяся инфляция и снижающаяся безработица. Начало 1990-х годов привело к перелому тенденции в условиях драматического роста безработицы и явного снижения инфляции. Во второй половине 1990-х годов инфляция стабилизировалась на низком уровне, а безработица начала постепенно снижаться с высокого уровня.

В течение длительного послевоенного периода высокой конъюнктуры в экономике многих стран была достигнута полная занятость, отчасти с помощью кейнсианской политики экспансии, но одновременно начали расти цены. Начались – в особенности в Швеции – весьма широкие дебаты о том, как связаны инфляция и безработица, в ходе которых наряду с другими важным вклад в анализ внесли профсоюзные экономисты Ёста Рен и Рудольф Мейднер. Они были теми двумя экономистами, которые оказали наибольшее воздействие на экономическую политику и политические дебаты в Швеции в послевоенный период. Они представляли Центральное объединение профсоюзов Швеции и стали авторами стратегии борьбы с безработицей и инфляцией.

⁴⁷³ Rehn G. et al. Full sysselsättning utan inflation. Skrifter i urval. – Stockholm: Tidens Förlag, 1988.

Они полагали, что главная задача экономической политики – сделать возможно низким уровень безработицы при заданном уровне инфляции, то есть преодолеть конфликт целей – между полной занятостью и низкой инфляцией. Их главный рецепт, представленный в 1950-е годы и получивший название модели Рена – Мейднера, исходил из того, что правительство должно вести жесткую финансовую политику, чтобы сдерживать чрезмерную прибыль и инфляцию. Противодействие возникающей при этом безработице должно осуществляться с помощью селективных, целенаправленных мер по отношению к отраслям и регионам, где сдерживание порождало тенденцию к безработице. Политика солидарности в области заработной платы, то есть равная оплата за равный труд, должна ускорить перестройку экономики таким образом, что предприятиям с низкой производительностью будет труднее, а высокоэффективным предприятиям легче сводить концы с концами. Однако это предполагало, что рабочая сила могла бы легко перемещаться на новые рабочие места в передовых предприятиях. Их идеи сыграли большую роль в расширении активной политики на рынке труда, которая стала центральной частью экономической политики в целом. В Швеции это выразилось в обширной программе обучения и переподготовки рабочей силы, в посредничестве на рынке труда и других мероприятиях, имевших целью ликвидировать диспропорции и повысить мобильность рабочей силы.

Так называемая модель ЭФО (названная по именам Эдгрена – Факсэна – Однера, которые в свое время возглавляли исследовательские группы Центрального объединения служащих, Объединения предпринимателей Швеции и Центрального объединения профсоюзов Швеции) представляла собой попытку выяснить, чем определялись динамика заработной платы и инфляции в Швеции 1960-х и 1970-х годов⁴⁷⁴. В этой модели экономика разделяется на два сектора: «защищенный», то есть не подверженный иностранной конкуренции (сектор С), и «открытый для конкуренции» (сектор К). Сектор К является ведущим в области заработной платы, размер которой определяется внешней инфляцией и ростом производительности труда в этом секторе. Политика солидарности в области заработной платы приводит к тому, что занятые в секторе С получают в среднем примерно такую же прибавку к зарплате. Но при этом производительность труда в секторе С обычно растет медленнее, чем в секторе К: ведь повысить производительность в сфере услуг зачастую труднее, чем в промышленности. Это значит, что сектор С должен повышать свои цены в большей степени, чем сектор К, чтобы иметь возможность оплачивать повышение заработной платы в том же размере. Политика солидарности в области заработной платы в сочетании с различиями в производительности труда между разными секторами, согласно вышеописанной модели, приводила к тому, что шведская инфляция имела тенденцию превышать инфляцию в других странах.

Модель ЭФО применялась в качестве основы переговоров о заработной плате в течение нескольких лет в середине 1970-х годов, но ее перестали использовать относительно быстро. Причина состояла в том, что кризис издержек в Швеции в 1970-х годах выдвинул новые требования к адаптации. Неоднократные девальвации лишили отчасти почвы для расчетов на основе модели. И сегодня царит полное единство относительно того, что в качестве амбициозной цели следует ставить уровень инфляции, не превышающий этот показатель в странах-конкурентах.

Очень важным компонентом роста цен являлась «импортированная инфляция». Если валютный курс фиксирован, то любое повышение цен в мире будет проникать и в собственную страну вследствие роста цен на импортируемые товары. При снижении валютного курса импортные товары приобретаются путем

⁴⁷⁴ Edgren G., Faxen K.-O., Odhner C.-E. Wages, Growth and the Distribution of Income // The Swedish Journal of Economics. 1969. No.3. P. 133-160.

уплаты большего количества единиц собственной валюты, даже если их цены не изменились в валюте страны происхождения. Для таких стран как Швеция, зависящих от внешней торговли, где импорт составляет примерно 1/3 ВВП и где курс валюты, кроме того, имел тенденцию к понижению, это имело важное значение.

В Швеции в настоящее время рассчитываются различные показатели инфляции: индекс цен на потребительские товары (швед. – KPI); индекс цен на потребительские товары, за исключением изменений в процентных ставках (KPIF, в последние годы он выше KPI примерно на 1 п.п., но может быть наоборот); базовая инфляция (kärninflationen), то есть предыдущий показатель за вычетом таких волатильных компонентов, как цены на энергоносители, продовольственные товары, алкогольные и табачные изделия (обычно он близок ко второму показателю, но с середины 1990-х годов превышал 2% лишь в 1995, 2001-2002 и 2009-2010 гг., когда временно наблюдались слабый обменный курс и более высокая мировая инфляция).

Причины высокой инфляции в 1970-1980-х годах

Начиная с 1970-х годов растущий дефицит бюджета и его финансирование явились одним из факторов установления высокой инфляции в Швеции. Займы за границей и в банковской системе привели к быстрому росту денежной массы. Отток валюты за рубеж постепенно привел к повышению процентов с тем, чтобы удержать валюту внутри страны. Инфляция росла также за счет повышения издержек. Рост цен на нефть повысил уровень издержек в несколько раз. Увеличение расходов на зарплату вызвало рост инфляции, хотя само по себе оно отражало попытку трудящихся компенсировать рост цен и налогов за счет повышения номинальной зарплаты. Растущий дефицит бюджета и быстрое повышение издержек создали инфляционный климат, в котором быстро установились ожидания инфляции на уровне примерно 10% в год. Требования повышения зарплаты, установление цен предприятиями и планирование бюджетных расходов госсектора исходили из того, что темп роста цен будет оставаться на этом уровне. Индексации, условия компенсации и разного рода гарантии повышения заработной платы и доходов еще больше способствовали закреплению инфляции на уровне 10% (см. табл. 14.1).

Таблица 14.1.

Прирост цен на потребительские товары в Швеции в 1966-2016 гг.

Год	Инфляция	Год	Инфляция	Год	Инфляция
1966	6,4	1983	8,9	2000	1,3
1967	4,3	1984	8,0	2001	2,6
1968	1,9	1985	7,4	2002	2,4
1969	2,7	1986	4,2	2003	1,9
1970	7,0	1987	4,2	2004	0,4
1971	7,4	1988	5,8	2005	0,5
1972	6,0	1989	6,5	2006	1,4
1973	6,7	1990	10,5	2007	2,2
1974	9,9	1991	9,7	2008	3,4
1975	9,8	1992	2,6	2009	-0,5
1976	10,3	1993	4,7	2010	1,2
1977	11,4	1994	2,4	2011	3,0
1978	10,0	1995	2,9	2012	0,9
1979	7,2	1996	0,8	2013	0,0
1980	13,7	1997	0,9	2014	-0,2
1981	12,1	1998	0,4	2015	0,0
1982	8,6	1999	0,3	2016	0,9

Источники: Волков А.М. Страны Северной Европы. Экономико-статистический справочник. – М.: Мысль, 1986. С. 123; Statistisk årsbok för Sverige. – Stockholm, Statistiska Centralbyrån (за соответствующие годы); Nordic Outlook // SEB Ekonomisk Analys. 2000-2016.

Столь высокая инфляция не могла долго сочетаться с высокими темпами роста и полной занятостью. Она подрывала конкурентоспособность и разрушала промышленность. От застоя в производстве пострадал и рынок труда. Швеция начала вползать в стагфляцию – одновременно и инфляцию и стагнацию, и это несмотря на то, что согласно официальным заявлениям шведская экономическая политика была нацелена на борьбу с безработицей и предотвращение стагфляции.

Еще одной причиной высокой инфляции в Швеции было сильное давление со стороны общего спроса и размер увеличения номинальной заработной платы.

В течение 1980-х годов не был разрешен основополагающий конфликт целей между низким уровнем безработицы и низкими темпами инфляции. Уровень безработицы был ниже, чем в других странах, но ценой более высокой инфляции, которую народное хозяйство было вынуждено заплатить.

Издержки на заработную плату являются наиболее весомой статьей издержек производства. Примерно 70% добавленной стоимости в шведской промышленности приходится на долю трудящихся в форме зарплаты и социальных взносов, в то время как собственникам капитала достается 30%. Поэтому формирование заработной платы, в силу ее важности для макроэкономики, имеет решающее значение для динамики цен.

Чтобы способствовать сокращению прироста издержек на номинальную заработную плату, правительство в годы, последовавшие за девальвациями 1981 и 1982 гг., различными способами пыталось воздействовать на инфляционные ожидания и на исход переговоров о заработной плате. Проводилось снижение подоходных налогов в надежде умерить требования повышения заработной платы до вычета налогов. Устанавливались различные пределы темпов инфляции и соответственно повышения заработной платы, совместимые с избранной целью в области инфляции. Цель состояла в том, чтобы воздействовать на ожидания и сделать возможным некоторое повышение реальной заработной платы при более медленном росте номинальной. В числе принятых мер можно назвать ужесточение налога на собственность, единовременный налог на собственность страховых компаний, налог на оборот на рынке акций и денежном рынке, а также создание так называемых фондов трудящихся.

Девальвации породили новый виток инфляции. После 1982 г. динамика издержек на заработную плату была выше, чем это совместимо с долгосрочным устойчивым развитием. «Гонка» между ценами и заработной платой продолжалась, в то время как в ближайших странах-конкурентах Швеции динамика заработной платы была заметно медленнее. Удельные издержки на рабочую силу в Швеции значительно увеличились по сравнению с другими странами. Вновь снизилась конкурентоспособность. Во второй половине 1980-х годов инфляция несколько снизилась, в основном вследствие падения цен на нефть, но по-прежнему превышала инфляцию в странах-конкурентах.

Таким образом, в течение 1970-х и 1980-х годов шведская экономика страдала от трех хронических проблем, которые сохранялись в течение всего периода. Одной из них была высокая инфляция. В течение всех 1980-х годов темпы роста цен в Швеции были выше, чем в основных странах-конкурентах. Во второй половине десятилетия разрыв увеличивался, когда антиинфляционная политика в окружающем мире дала результаты в виде низкой инфляции, в то время как инфляция в Швеции скорее усиливалась. Высокая шведская инфляция имела ряд причин. В основе лежал явный приоритет полной занятости почти любой ценой. Это привело к тому, что доверие к желанию правительства бороться с инфляцией было слабым. Политикам было трудно объединиться относительно способов борьбы с перегревом на рынке труда, который возник во второй половине 1980-х годов и

требовал мер по его охлаждению. Проблемы усугублялись в связи с развалом старой шведской модели ведения переговоров; централизованный процесс ведения переговоров о заключении коллективных договоров был заменен борьбой всех против всех на большинстве уровней. Вместе с сильным спросом на рабочую силу это привело к комбинированной спирали «зарплата – зарплата» и «зарплата – цены». Помимо этого возник потребительский бум, финансируемый за счет кредитов, после дерегулирования кредитного рынка в середине 1980-х годов. Сумма всех этих факторов привела к сильной, инспирируемой спросом инфляции.

Кризис 1990-х годов и выход из него

В ходе глубокого экономического кризиса в начале 1990-х годов в Швеции произошло снижение инфляции одновременно с ростом безработицы. Менее чем за два года открытая безработица увеличилась в три раза до 8%, объем мер политики на рынке труда одновременно увеличился до того же уровня. Прирост заработной платы упал до самого низкого уровня с 1950-х годов. Если в 1990-1991 гг. инфляция составляла около 10%, то затем ее темпы резко снизились до уровня примерно в 2-3% в 1992-1995 гг.⁴⁷⁵ Во многом это напоминало то, что происходило в большинстве других стран в 1970-1980-х годах, когда они снизили темпы инфляции ценой роста безработицы. Тогда Швеция попыталась избежать такого решения. Теперь же и Швеция была вынуждена пойти тем же путем.

Осенью 1992 г. Риксбанк и денежная политика оказались в новом и необычном положении – Швеция ввела плавающий валютный курс после многих лет девальваций и фиксированного курса. В дальнейшем это сыграло важнейшую роль в падении темпов инфляции. Как только Риксбанк попытался достичь своей важнейшей цели – ценовой стабильности – в новых условиях, когда при этом крона тонула как камень (в итоге ее курс понизился примерно на 40%), возникала опасность повышения импортных цен, а, кроме того, доверие к Риксбанку было серьезно подорвано после неудачного отстаивания фиксированного валютного курса в 1990-1992 гг.

Инфляция непосредственно после понижения валютного курса чуть возросла. Риксбанк быстро отметил, что это сочли разовым мероприятием, и поэтому не собирался мириться с такой высокой инфляцией. Цель денежной политики была сформулирована заново. Вместо фиксированного валютного курса Риксбанк теперь установил цель в области инфляции. Было объявлено, что потребительские цены не должны повышаться более чем на 2% в год. В краткосрочном аспекте можно было мириться с некоторыми незначительными отклонениями; поэтому цель указывалась в том виде, что рост цен должен был колебаться в интервале от 1 до 3%. Тем самым денежная политика и в условиях плавающего валютного курса получила четко сформулированную цель. При этом впервые в современный период в Швеции для инфляции установили потолок.

Существуют преимущества и недостатки при установлении подобного потолка. С одной стороны, он может функционировать в качестве нормы, к которой приспособляются предприятия, работодатели и трудящиеся по найму; это происходит в силу их знания о том, что Риксбанк будет ужесточать денежную политику, как только инфляция приблизится к потолку. С другой стороны, существует опасность, что если Риксбанк не сможет достичь цели или по политическим мотивам ему помешают использовать те средства, которые необходимы для достижения этого, то никто не позаботится об этом. Цель, которая не достигается, еще больше снижает доверие.

⁴⁷⁵ Волков А. Швеция: скромный рост // Мировая экономика и международные отношения. 1998. №8. С. 110.

Для достижения цели в области инфляции Риксбанк имел в своем распоряжении в сущности лишь свои регулирующие процентные ставки, то есть те процентные ставки, которые устанавливаются для ежедневной торговли государственными ценными бумагами с банками. Повышение этой так называемой ставки по операциям «репо» означало, что для банков, предприятий и жилищных институтов повышаются издержки по финансированию; это постепенно повышало рыночные процентные ставки и сдерживало экономику. Но связь между повышением регулирующей ставки и более низкими темпами инфляции не была прямой, и этот процесс требовал времени. Сам Риксбанк считал, что необходимо полтора года, прежде чем изменение процентных ставок полностью отразится на темпах инфляции. Это означало, что Риксбанк постоянно должен был учитывать перспективу, что необходимо составлять точные прогнозы по инфляции, которые простираются на много лет вперед, и что необходимо предпринимать свои меры денежной политики задолго до того, как по расчетам они дадут эффект.

Когда стало окончательно ясно, что санированию бюджета отдается наивысший приоритет, и это действительно даст результат, процентные ставки начали снижаться. В течение 1996 г. процентные ставки по облигациям значительно снизились. Одновременно Риксбанк снизил свои регулирующие процентные ставки. Фактором, который позволил это сделать, стало дополнительное снижение инфляции. В течение 1996-1999 гг. инфляция была меньше 1%, и рост цен оказался самым низким за предшествующие десятилетия (см. табл. 14.1). В течение нескольких месяцев в 1998 г. цены даже снижались. Этому способствовали несколько причин. Жесткая финансовая политика снизила покупательную способность и внутренний спрос; высокая безработица сдерживала повышение номинальной заработной платы; членство в ЕС и дерегулирование большинства рынков (в частности, в области телекоммуникаций и энергоснабжения) повысили производительность труда и затруднили перекладывание роста издержек на потребителей; понижение процентных ставок привело к уменьшению жилищных издержек; а со снижением цен и издержек постепенно ослабли и инфляционные ожидания. Свою роль сыграли и динамика мировых цен, снижение налогов, возросшая конкуренция, а также появление крупных свободных ресурсов в стране после глубокого кризиса начала 1990-х годов. Тем самым продолжительный период высокой инфляции в Швеции подошел к концу, хотя и со значительным запаздыванием по сравнению с окружающим миром.

Инфляция на современном этапе

В 2000-х годах инфляция была ниже среднего уровня по еврозоне, несмотря на некоторый рост в 2001-2002 гг. Снижению инфляции, в частности, способствовало обострение конкуренции в розничной торговле. На шведском продовольственном рынке появились новые иностранные торговые фирмы. Это расшатывало олигополистический рынок в стране и заставляло местные фирмы снижать цены на продукты питания, которые в среднем на 15-20% превышали цены в еврозоне. Это стало новым явлением для шведской торговли, хотя в большей части Европы происходили аналогичные процессы. Вместе с тем факторами роста инфляции стали повышение цен на нефть и на жилье в крупных городах.

В период экономического кризиса 2008-2009 гг. резко снизилась инфляция. Если еще в октябре 2008 г. в годовом исчислении она составляла 4% (из-за роста цен на энергоносители и продовольствие), чего не наблюдалось с середины 1990-х годов, то в декабре того же года упала до 0,9%. Это объяснялось в значительной степени снижением цен на бензин и резким понижением процентных ставок Риксбанком. Падение цен с ноября по декабрь оказалось крупнейшим за все время измерений. С апреля уровень потребительских цен стал снижаться. К осени 2009 г.

цены достигли своего минимума. Если же исключить влияние снижения процентных ставок, динамики цен на энергоносители и продовольственные товары, то рост цен составил в 2009 г. почти 2,5%, что было близко к наивысшим показателям, зарегистрированным за предшествующие 10 лет. Это произошло из-за сочетания низкого курса кроны и значительного повышения (на 5,5% в 2008 г. и на 4,5% в 2009 г.) удельных издержек на рабочую силу вследствие падения производительности труда. В отличие от большинства европейских стран цены производителей на продовольственные товары в Швеции продолжали расти, хотя и значительно медленнее, в результате низкого курса кроны⁴⁷⁶.

В последний раз цель в области инфляции (2%) была превышена в 2011 г. В целом за 1995-2013 гг. инфляция (прирост потребительских цен) в среднем составила 1,3% (что оказалось на 0,7% ниже цели Риксбанка в этой области), инфляция за вычетом изменения процентных ставок – 1,6%, базовая инфляция – 1,4%. За этот же период цены на энергоносители увеличивались на 4,2% в год, на продовольственные товары – на 1,1%, на алкогольные и табачные изделия – на 2,8%, на жилье – на 4%, произведенные в Швеции товары и услуги – на 2,1%, а на импортируемые товары и услуги снижались на 0,3% в год⁴⁷⁷. Цены на товары сдерживались усиливающейся интернационализацией. Современный курс кроны находится близко к уровню 1994 и 1995 гг. и обменный курс не представляет собой важного фактора для среднегодовой инфляции, хотя колебания курса кроны за этот период были значительными. Так, после мирового экономического кризиса в 2010-2012 гг. курс кроны укреплялся, а с середины 2013 г. снизился более чем на 10%, но это не оказало особого влияния на инфляцию. Трехлетние коллективные договоры, заключенные в 2013 г., увеличили заработную плату менее чем на 3%, что примерно на 0,5 п.п. ниже, чем в среднем за период с 1995 г. Инфляционные ожидания в последние годы также значительно снизились и находятся на наиболее низком уровне, который отмечался примерно в 2000 г.

В 2013-2015 гг. инфляции не было вообще, а в 2014 г. даже была дефляция – 0,2% (см. табл. 14.1). Падение мировых цен, в частности на нефть (хотя его влияние слабее в Швеции по сравнению с большинством других европейских государств) и другие сырьевые товары, а также на продовольственные товары (снижение цен происходило с завышенного уровня в результате прежних неурожаев и отчасти в результате российских контрсанкций), слабый прирост цен на произведенные в Швеции товары и услуги и на жилье (неизменные с 2008 г. вопреки явной его нехватке), снижение процентных ставок и низкие прибавки к заработной плате по-прежнему сдерживают инфляцию. Слабое воздействие оказывает повышение косвенных налогов и различных взносов. Для того, чтобы инфляция постоянно достигала цели в 2%, необходимо улучшение как шведской, так и мировой конъюнктуры. В ближайшие годы центральное место займет вопрос, в какой степени рост степени использования ресурсов в стране окажет воздействие на инфляцию. Все большая часть безработных являются иммигрантами с низким уровнем образования, что создаст нехватку квалифицированной рабочей силы, что, в свою очередь, приведет к росту заработной платы, а нехватка рабочей силы в строительстве и общественном секторе повышается до уровней, которые не регистрировались с 1980-х годов. Такую нехватку может смягчить только импорт рабочей силы из-за границы. Кроме того, очень низкая инфляция ведет к снижению номинального прироста заработной платы, и наоборот. Лишь когда Риксбанк начнет постепенно поднимать процентную ставку «репо» (в 2017 г. она составила минус 0,5%), инфляция несколько усилится.

⁴⁷⁶ Nordic Outlook // SEB Ekonomisk Analys. November 2009. S. 35.

⁴⁷⁷ Nordic Outlook // SEB Ekonomisk Analys. Augusti 2013. S. 40.

Глава 15. Китай: инфляция в растущей экономике

Экономическую историю КНР обычно делят на два периода: до и после декабрьского пленума ЦК КПК 1978 г., взявшего курса на реформы и открытость. Для нашей темы целесообразно разделить реформенный период еще на два отрезка, взяв за границу между ними середину 1990-х годов. С некоторой долей условности историю КНР можно таким образом обозначить как мобилизационный (1949-1978 гг.), переходный (1979-1995 гг.) и современный (1996-2016 гг.) этапы.

Основанием для такого деления служит то, что, наряду со многими другими важными изменениями в социально-экономической картине пореформенного Китая, 1994-1996 гг. стали временем так называемой мягкой посадки. Под этим понятием скрывается умеренное сокращение темпов инвестиций и экономического роста (охлаждение экономики) при непременном обуздании инфляции. Как раз это и произошло в середине 1990-х годов, причем инфляцию удалось подморозить на довольно продолжительный срок.

Кроме того, в середине 1990-х годов прошлого века в КНР в основном сложилась институциональная система управления хозяйством (и ценами). Тогдашнее ее состояние обычно характеризуют как планово-рыночную экономику. Весьма успешную работу и продолжающуюся эволюцию этой системы мы наблюдаем в XXI веке.

Мобилизационный период

Стоит вспомнить, что образованию КНР предшествовал разгул инфляции в годы антияпонской (1937-1945 гг.), а затем и гражданской войны (1946-1949 гг.). До этого, впрочем, правительство Китайской Республики достигло определенных успехов в организации национальной кредитной системы. Центральный банк Китая (созданный в 1928 г.) в 1935 г. был вынужден отвязать юань от серебра (из-за его массового оттока за рубеж). На момент начала войны с Японией в 1937 г. в обращении находилось 3,6 млрд. юаней, правда в отдельных провинциях продолжали выпускать местные деньги. Вынужденная войнами эмиссия привела к тому, что в 1945 г. в обращении циркулировало уже свыше 1,5 трлн., а в июле 1948 г. – 400 трлн. юаней. В августе того же года гоминьдановское правительство начало обмен старых банкнот на новые «золотые» юани (в соотношении 1 к 3 млн. старых юаней), в 1949 г. на части территории страны были введены еще и «серебряные» юани – но уже в условиях полного краха денежной системы⁴⁷⁸.

Первые шаги народной власти в освобожденных районах включали, помимо передела земли, снижения арендной платы и ссудного процента, выпуск банкнот Народного банка Китая (НБК), созданного в декабре 1948 г. Они в 1949 г. получили название *жэньминьби* – народные деньги. Их основная единица счета юань, а латинское название Renminbi (RMB) было официально введено в 1969 г.

Гоминьдановские деньги в КНР были аннулированы, местные обменивались в 1948-1951 гг. на жэньминьби по дифференцированным курсам, широко использовались натуральные платежи и расчеты. В результате развернувшейся в первые годы народной власти централизации финансов к 1952 г. в КНР практически была создана единая национальная денежная система. Спустя три года, в апреле-мае 1955 г. были проведены деноминация жэньминьби и их обмен на новые банкноты (частично отпечатанные в СССР) в соотношении 10 000 к 1, в такой же

⁴⁷⁸ О масштабе обесценивания денег можно судить и по курсу валюты. Если в июне 1937 г. курс юаня к доллару США составлял 3,4 к 1, то в конце 1941 г. он достиг 19 к 1, а в конце 1945 г. составил свыше 1,2 тыс. юаней за доллар. В мае 1949 г. один доллар США обменивался уже на 23 млн. «золотых» юаней. Индекс оптовых продовольственных цен в Шанхае, если взять за единицу отметку мая 1937 г., вырос в 16 раз в конце 1941 г., а в конце 1947 г. – еще в миллион раз.

пропорции пересчитали цены, зарплаты и пр. Курс доллара США был установлен на уровне 2.46 юаня за доллар.

Отметим, что стабилизируя хозяйство, НБК последовательно снижал ставку процента по кредитам. В начале 1950 г. она превышала 30% в годовом исчислении (3% в месяц в мае 1950 г.), в июле 1951 г. снизилась до 2% в месяц. К началу 1953 г. процент опустился до 0,6-0,9% в месяц, а в 1954-1959 гг. был зафиксирован на уровне 0,465%. В дальнейшем больших изменений не происходило: в июне 1960 г. ставка была повышена до 0,6% в месяц, в августе 1971 г. понижена до 0,42%⁴⁷⁹.

В ходе восстановительного периода (1949-1952 гг.) народные власти взяли курс на жесткий контроль за сферой обращения и поддержание твердых государственных цен. В 1952 г. госсектор контролировал свыше 60% оптовой и 40% розничной торговли, в конце 1955 г. частная оптовая торговля была практически ликвидирована, в рознице доля частника сократилась до 17%. Нехватка продовольствия и потребительских товаров, а также спекуляция послужили одной из причин введения в 1953-1954 гг. нормированного распределения основных продуктов и товаров (зерновые, растительное масло, мясо, ткани). К концу первой пятилетки (1953-1957 гг.) вслед за ростом урожаев и кооперированием деревни рыночная торговля несколько оживилась. Оживление отмечалось и в период урегулирования (1962-1965 гг.) – после провала «большого скачка».

Таблица 15.1.

Динамика государственных розничных цен (1950=100)

Показатели	1952	1957	1965	1978
Общий индекс цен	112,1	121,4	132,3	129,0
Потребительские товары	112,3	122,2	134,1	133,0
Продукты питания	110,9	128,8	148,6	154,2
- зерновые	112,1	120,4	131,2	145,0
- мясо, яйца, овощи	110,3	138,8	168,4	168,0
Одежда	111,9	111,7	113,6	112,9
Предметы обихода	118,2	116,2	130,4	126,5
Топливо	135,9	150,3	160,1	154,1

Источник: Чжунго тунцзи няньцзянь 1991 (Статистический ежегодник Китая 1991). – Пекин, 1993. С. 247.

За весь мобилизационный период в экономике КНР наблюдалось только два крупных всплеска цен: в 1951 г., когда они в среднем выросли на 12,2%, а также в 1960 и 1961 гг., когда рост цен составил 16,1 и 3,8% соответственно. В 1962-1965 гг. цены несколько снизились и оставались относительно стабильными до конца следующего десятилетия (см. табл. 15.1).

Отметим, что цены на продовольственные товары в целом росли быстрее прочих. Известно также, что практически весь прирост народного благосостояния за мобилизационный период пришелся на первые семь-восемь лет народной власти. В дальнейшем даже полного восстановления после катастрофы «большого скачка» не произошло. Так, доля расходов на питание в бюджете горожан в 1956 г. (42,6%) была ниже, чем в 1978 г. (57,5%). В деревне данный показатель почти не изменился, составив 68,6% в 1954 г. и 67,7% в 1978 г.⁴⁸⁰

Денежные расходы горожан в 1952-1978 гг. увеличились со 168 до 311 юаней, их рост (2,4% в год), таким образом, едва поспевал за ростом продовольственных цен. Валовой продукт за этот период вырос в номинальном выражении с 67,9 до

⁴⁷⁹ Чжэн Сяньбин. Лилюй даолунь (Введение в банковский процент). – Пекин, 1991. С. 117.

⁴⁸⁰ Синь Чжунго 65 чжоунянь (65 лет Нового Китая). – Пекин: ГСУ, 2015. С. 41 (<http://www.stats.gov.cn/tjzs/tjbk/201502/P020150213481078341062.pdf>).

364,5 млрд. юаней (более чем в пять раз) или примерно в четыре раза с учетом роста цен. Население страны увеличилось за этот период в 1,67 раза, то есть в реальном выражении душевой продукт вырос примерно в два с половиной раза и главным образом за счет опережающего производства средств производства. Иными словами, умеренный рост цен и их жесткое регулирование особых благ населению не принесли. Но такой цели после первых экономических успехов в КНР и не ставили, сделав ставку на форсированную индустриализацию, создание ВПК и т.п. С конца 1950-х годов в ходу были установки «больше накапливать, меньше потреблять», «рационально низкой заработной платы», «зарплату троих делить на пятерых» и пр. Понятно, что и гигантский демографический пресс (за 1952-1978 гг. население страны выросло на 400 млн. чел.) объективно заставлял замораживать потребление.

Отметим важное обстоятельство. Попытки скачков и ускорений в 1952-1978 гг. сопровождались резким ростом финансовых вливаний в капитальное строительство, делегированием на местный уровень необходимых полномочий, переподчинением предприятий провинциям и при этом ограничением товарно-денежных отношений. Следовавшие за ростом накопления кратковременные повышения темпов роста из-за обострения дефицитов со временем вызывали рост цен, срывы и кризисы.

Крупнейший всплеск цен в 1960-1961 гг. последовал, помимо прочего, за резким увеличением государственных расходов в 1958-1960 гг. (с 29,6 млрд. юаней в 1957 г. они увеличились до 64,4 млрд. юаней в 1960 г., а суммарный дефицит за три года составил 14,6 млрд. юаней) и резким сокращением урожаев в 1960-1961 гг.

Кризис преодолевали выправлением диспропорций, рецентрализацией промышленности, повышением закупочных цен на зерно, сокращением накопления и госрасходов, материальным стимулированием и ослаблением ограничений на индивидуальное хозяйство. Но за урегулированием 1962-1965 гг. вновь последовал плохо подготовленный экономический штурм «культурной революции», впрочем, почти не повлиявший на стабильность цен.

Переходный период

Преобразования переходного периода, стартовавшего в конце 1970-х годов, первоначально следовали логике урегулирования.

Противоречие между стремлением повысить темпы роста и необходимостью соблюдения балансов – суть пульсирующей экономической истории КНР. То политики бросали страну в прорывы, не считаясь с имеющимися ресурсами, то ограничивали инвестиционную деятельность, нередко чрезмерно. Постепенно амплитуда этих колебаний сокращалась, но сама пульсация сохранялась.

Подчеркнем, что тяжелые уроки «большого скачка» и «культурной революции» укрепили массовое сознание и большую часть руководства страны в необходимости постепенных и сбалансированных преобразований. Фактически руководивший начавшимися реформами Чэнь Юнь отмечал важность четырех балансов: бюджета, кредитов и депозитов, валютных доходов и расходов, материальных ресурсов. Примечательно, что первый существенный всплеск цен в 1980 г., вызванный повышением закупочных цен и крупным дефицитом бюджета в 1979-1980 гг., был почти сразу купирован резким сокращением инвестиций, эмиссии и бюджетных расходов (в том числе оборонных) в 1981 г.⁴⁸¹

⁴⁸¹ Инфляция, превышающая 6% в начале 1980-х годов, воспринималась в КНР как крайне тревожный показатель, а двузначная считалась национальным бедствием. Характерно название документа 1983 г.: «Экстренное уведомление Госсовета и Центральной комиссии КПК по проверке дисциплины о решительном пресечении неконтролируемого роста цен на средства производства и неупорядоченности переложения расходов на строительные организации». См.: Экономическая реформа в КНР: преобразования в городе, 1979-1985. Документы. – М.: ИДВ РАН, 1994. С. 153.

Существенной особенностью урегулирования 1979-1982 гг. были частичная деколлективизация сельского хозяйства, переход от бригадного к семейному подряду. Повышение закупочных цен на сельхозпродукцию (см. табл. 15.2) и оживление рыночной торговли постепенно повысили урожаи (по зерновым – с 305 млн. т в 1978 г. до 407 млн. т в 1984 г.), улучшили ситуацию в деревне, снабжение горожан продовольствием и легкой промышленности – сырьем.

Таблица 15.2.

Государственные закупочные цены, юаней за т

Вид продовольствия	1952	1978	1980	1990	Рост цен в 1990 г. к ценам 1978 г., раз
Зерновые	138,4	263,4	360,6	716,0	2,7
Масло растительное	605,6	1746,4	2640,8	4424,9	2,5
Свинина	354,0	810,0	1252,0	3459,0	4,3
Баранина	518,0	865,0	1270,0	4122,0	4,8
Яйца	620,0	1378,0	1714,0	4355,0	3,2

Источники: Наумов И.Н. Проблемы формирования и подъема жизненного уровня населения КНР. – М.: Наука, 1993. С. 284.

Одновременно развернулась структурная перестройка экономики: была снижена норма накопления (с 38% в 1978 г. до 32% в 1982 г.), замораживались крупные проекты, на время урегулирования приоритетным стало производство потребительских товаров. Доля легкой индустрии в промышленном производстве с 43% в 1978 г. повысилась до 51% в 1980 г., а доля сельского хозяйства в ВВП выросла с 28% в 1978 г. до 33% в 1982 г.

Семь лет переходного периода характеризовалась умеренной инфляцией, пять лет – двузначной, столько же – средней (6-10%). На отдельных отрезках времени хорошо видна тесная связь между повышением нормы накопления и увеличением денежной массы, с одной стороны, и ростом темпов экономического роста и цен – с другой (см. табл. 15.3). Отметим необыкновенно высокий темп роста денежной массы в целом, что, однако, не привело к чрезмерной инфляции. Это объясняется рядом причин. Во-первых, стремительно монетизировалась полунатуральная экономика, переходившая на товарные рельсы и испытывавшая денежный голод. Во-вторых, уровень монетизации не превысил разумных пределов (отношение M_2 к ВВП достигло 80% в 1990 г. и 100% в 1995 г.). В-третьих, в условиях двухколейной системы цен якорем инфляции оставались твердые государственные цены и тарифы (карточное распределение риса, муки и масла в городах отменили лишь в 1993-1994 гг.) – хотя доля рыночных цен в товарообороте в ходе реформ постоянно росла⁴⁸². Кроме того, государство полностью контролировало банковскую систему и преобладающую часть оптовой и внешней торговли. Страна оставалась полузакрытой для движения иностранного капитала, лишь в 1994 г. была введена конвертируемость юаня по текущим операциям. Минимальным был импорт потребительских товаров. Курс жэньминьби на протяжении 1979-1995 гг. снижался пропорционально инфляции, но на внутренние цены это сильно не повлияло⁴⁸³.

⁴⁸² К рубежу десятилетий по сравнению с 1978 г. цены на продовольствие выросли в 2,5-3 раза, на промышленное сырье вдвое, на продукцию обрабатывающей промышленности – на 1/3. К началу 1990-х годов доля товаров с фиксируемыми и регулируемым государством ценами достигла половины товарооборота.

⁴⁸³ Курс юаня, повышенный в конце 1970-х годов, с 1,56 юаня за доллар США в 1979 г. постепенно снизился до 8,35 юаней в 1995 г. (то есть более чем в пять раз). Цены в Китае (в городе) за тот же период выросли в 4,3 раза. Если же взять отрезок 1985-1995 гг., то на нем снижение курса китайской валюты оказалось таким же, что и рост цен (примерно в 2,8-3 раза).

Таблица 15.3.

Динамика показателей экономического развития КНР в 1979-1995 гг., %

Годы	Прирост ВВП	Прирост цен (CPI)	Прирост денежной массы*	Норма накопления
1979	7,6	1,9	26,3	36,6
1980	7,8	7,5	29,3	34,8
1981	5,2	2,5	14,5	32,9
1982	9,1	2,0	10,8	31,8
1983	10,9	2,0	20,7	31,7
1984	15,2	2,7	49,5	34,2
1985	13,5	9,3	24,7	39,0
1986	8,8	6,5	23,3	37,7
1987	11,6	7,3	19,5	37,3
1988	11,3	18,8	46,7	39,1
1989	4,1	18,0	9,8	37,1
1990	3,8	3,1	12,8	34,0
1991	9,2	3,4	26,5	35,3
1992	14,2	6,4	31,2	39,3
1993	14,0	14,7	37,3	43,6
1994	13,1	24,1	34,5	40,5
1995	10,9	17,1	29,5	39,3
В среднем	10,0	8,7	26,3	36,7

* до 1990 г. – М₀, с 1991 г. – М₂.Источник: Чжунго тунцзи няньцзянь (Статистический ежегодник Китая) 2015 (<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2015/indexch.htm>).

Наконец, либерализация цен на потребительские и производственные товары фактически прошла в два этапа, разделенные периодом торможения реформ, замораживания цен и низких темпов роста в 1989-1990 гг. (китайские экономисты называли это явление «жесткой посадкой»). Торможение было вызвано тем, что страна оказалась на грани политического кризиса – в том числе из-за высокой инфляции и сокращения реальных доходов населения в 1988-1989 гг.

Либерализация цен возобновилась в 1992 г. и при ускорении темпов экономического роста привела к самому продолжительному в истории КНР витку двузначной инфляции в 1993-1995 гг. Отпуск цен на сырье и энергоресурсы в 1992-1993 гг. и инвестиционный перегрев были усугублены ростом цен на продовольствие из-за сравнительно плохого урожая 1994 г. Борьба с инфляцией из-за этого затянулась и велась как с помощью макроэкономического регулирования, так и жесткими административными мерами.

В частности, сокращались фронт капитального строительства и темпы роста денежной массы, руководителям на местах вменялась личная ответственность за цены на зерно и овощи, усилилась деятельность правоохранительных органов по пресечению махинаций с ценами. Созданные в 1993 г. в Чжэнчжоу и Даляне товарные биржи частично способствовали уменьшению спекуляций сырьем. СМИ широко освещали деятельность инспекций по проверке цен и т.п. Была увеличена господдержка селу, в 1994 г. дефицит бюджета превысил 1% ВВП. Прирост доходов бюджета в 1993-1995 гг. благодаря реформе налоговой системы удалось удержать на уровне 20% в год. Результатом всех этих мер стало снижение инфляции до 10% к осени 2005 г.

Немалую роль в сдерживании инфляции в переходный период сыграл рост сбережений населения, возобновление выпуска акций и облигаций, в том числе трех

банков развития, образованных в 1994 г.⁴⁸⁴ С 21 млрд. юаней в 1978 г. остатки вкладов населения на банковский счета выросли почти до 3 трлн. юаней в 1995 г., приблизившись к 50% ВВП, причем 80% вкладов были срочными.

Подчеркнем, что в период перегрева и охлаждения экономики в 1993-1995 гг. население сохранило доверие к банковской системе (сумма вкладов за три года увеличилась вдвое). Процентная ставка по срочным (годовым) депозитам с июля 1993 г. по апрель 1996 г. была повышена и составляла 10,98%. При этом госбанки продолжали кредитовать предприятия госсектора под 11-12% годовых.

Понятно, что подобная политика, а также сохранение на плаву убыточных предприятий способствовали накоплению «плохих долгов», но эту проблему тогда удалось отложить на будущее, не прибегая к болезненным в социальном плане решениям в период либерализации цен.

Итогом переходного периода стал перевод хозяйства в основном на рыночные цены, которые поддавались регулированию и все более тщательно отслеживались. Рост ВВП более чем в четыре раза (в сопоставимых ценах) в 1979-1995 гг. сопровождался примерно таким же увеличением номинальных цен и примерно двукратным повышением реальной зарплаты в городе и доходов крестьян. Относительно более высоким был рост цен на продовольствие (см. табл. 15.4).

Таблица 15.4.

Цены на продукты питания в городах Китая, юаней

Продукты	1978*	1989*	1989	1995	2005	2015
Рис очищенный, кг	0,3-0,4	0,55	1,0-1,3	2,1-2,5	3,2-5,1	6,2
Мука пшеничная, кг	0,35	0,45	1,0	2,4-2,8	3,1-3,7	4,8
Масло растительное, л	1,65	3,36	5,0-7,0	7,0-9,0	10,1	13,6
Овощи, кг	0,1	0,5	0,5-0,7	1,2-2,4	2,1-3,6	4,0-8,0
Свинина, кг	1,6	5,4	5,2-10,0	14,2	18,0	30,6
Баранина, кг	1,17	6,4	5,2-8,2	21,3	34,0	60,0
Яйца, десяток	1,67	4,87	4,2-7,2	5,8-6,3	8,1	9,4

* государственные, по нормам (талонам).

Источники: Наумов И.Н. Проблемы формирования и подъема жизненного уровня населения КНР. – М.: Наука, 1993. С. 185; данные ГСУ (<http://www.stats.gov.cn>).

Заметим, что за семнадцать лет население страны выросло на 250 млн. чел., а число занятых – на 280 млн. (на 100 млн. чел. выросла занятость на сельских предприятиях, почти на 50 млн. – на предприятиях государственной и коллективной собственности в городах). Социально вынужденный экстенсивный рост имел немало негативных аспектов с точки зрения эффективности, использования ресурсов и т.п. С другой стороны, благодаря реформам и химизации сельского хозяйства была впервые в истории Китая решена продовольственная проблема (производство зерновых на душу населения достигло 400 кг в год). С 1995 г. началось абсолютное сокращение сельского населения, в городах избыточную рабочую силу стали в растущей мере поглощать необщественные сектора хозяйства (около 35 млн. занятых в то время). В стране постепенно складывалась многоукладная экономика социалистического (управляемого) рынка с конкурентоспособной обрабатывающей промышленностью, ставшая привлекательной и для зарубежных инвесторов. Особо

⁴⁸⁴ Одной из целей образования этих, так называемых политических банков (облигации которых поначалу принудительно распространялись среди руководителей всех ступеней), было выделение в отдельное направление долгосрочного кредитования. В 1995 г. последовало принятие Закона о Народном банке Китая и Закона о коммерческих банках, придавших кредитной системе общепринятый вид. НБК, впрочем, по закону подчинен правительству, которое определяет ключевые параметры его работы. Цель денежной политики НБК определена как «поддержание стабильной покупательной способности денег в целях содействия экономическому росту страны».

отметим, что эмиссионная накачка хозяйства, у многих вызывавшая тревогу на переходном этапе, не привела к срыву хозяйственной динамики.

Современный этап

Снижение инфляции при сохранении относительно высоких темпов роста позволило совершить в 1995-1996 гг. так называемую мягкую посадку экономики⁴⁸⁵. Одним из ее итогов стало принятие в 1996 г. «Программы 2010», планировавшей на период до 2010 г. два стратегических перехода: «от традиционной плановой экономики к системе социалистической рыночной экономики» и «от экстенсивного к интенсивному способу роста».

«Мягкая посадка» стала возможной в том числе благодаря совершенствованию контроля и администрирования со стороны Госуправления цен и его разветвленной сети специальных постов. Значительно продвинулись сбор информации о ценах, составление их композитных индексов. Помимо индексов потребительских, товарных розничных цен и цен на средства производства для сельского хозяйства, китайские статистики стали собирать и публиковать индексы отпускных (заводских) цен на промышленную продукцию (с 1986 г.), закупочных цен на сырье, топливо и электроэнергию (с 1991 г.), а также индекс цен на инвестиционные товары (с 1992 г.).

К концу 1997 г. практически завершилась реформа двухколейных цен на промышленную продукцию, доля средств производства, реализуемых по рыночным ценам, превысила 80%. Началось сближение внутренних цен и цен мирового рынка.

Последовавшая в 1997-2006 гг. длительная финансовая стабилизация позволила продолжить преобразования, в том числе оптимизацию предприятий госсектора с сокращением его персонала, заложив основу для успешного акционирования предприятий и госбанков.

С началом нового века развернулась крупномасштабная модернизация основных фондов и инфраструктуры. Показатели накопления, денежной массы и темпов роста описали в период 1997-2006 гг. плавную V-образную кривую, а инфляция трижды измерялась отрицательными величинами (см. табл. 15.5). В 1998-2000 гг. существенно снизились закупочные цены на сельскохозяйственную продукцию – из-за высоких урожаев. Лишь однажды за весь период – в 2004 г. – наблюдалось заметное повышение индекса потребительских цен. Его вызвал значительный рост цен на ряд продовольственных товаров в 2003-2004 гг. из-за плохого урожая 2003 г. Особенно подорожали зерновые и растительное масло, рост цен в подгруппе «продовольствие» индекса потребительских цен составил 3,4% в 2003 г. и 9,9% в 2004 г.

В ценовой политике китайских реформаторов, как представляется, уже в середине 1990-х годов сложилось понимание плодотворности подхода «держат крупное (важное), отпустив мелкое», характерное и для других направлений экономического курса. Иными словами, регулированию подлежала относительно узкая номенклатура цен и тарифов в базовых отраслях хозяйства, остальное отпускалось (открывалось) для действия рыночных сил. Такая позиция была зафиксирована и на переговорах о вступлении в ВТО⁴⁸⁶.

КНР, в частности, оговорила сохранение государственного контроля над ценами на зерновые и растительные масла, хлопок, шелковичные коконы, соль,

⁴⁸⁵ Ее в КНР нередко связывают с именем заместителя премьера Чжу Жунцзи, позднее возглавившего правительство (в 1998-2003 гг.).

⁴⁸⁶ В документах о вступлении в ВТО отмечено, что госконтроль над ценами (прямой и направляющий) распространяется на 16,2% продукции сельского хозяйства и 14% средств производства. См.: Report of the Working Party on the Accession of China. WTO. Doha, 9-13 November 2001. P. 17.

природный газ, ряд нефтепродуктов, коммунальные услуги, медикаменты (около 40 товарных групп), плату за жилье и воду для орошения, образовательные, почтовые, телекоммуникационные, транспортные и некоторые профессиональные услуги (архитектурные и инженерные, юридические, бухгалтерские, арбитражные, нотариальные, регистрационные и др.)⁴⁸⁷. Кроме того, государственные (специально уполномоченные) внешнеторговые организации временно сохраняли эксклюзивное право ведения внешней торговли рядом сырьевых товаров, включая натуральный каучук, древесину, сталь и прокат, удобрения, хлопок и волокно, табак и сигареты, сахар, чай, уголь, вольфрамовые руды и концентраты, серебро, сурьму и т.п. Это также позволяло контролировать цены.

Таблица 15.5.

Динамика показателей экономического развития КНР в 1996-2017 гг., %

Годы	Прирост ВВП	Прирост цен (CPI)	Прирост денежной массы (M_2)	Норма накопления
1996	10,0	8,3	25,3	38,0
1997	9,3	2,8	17,3	35,9
1998	7,8	-0,8	14,8	35,3
1999	7,6	-1,4	14,7	34,5
2000	8,4	0,4	12,3	33,9
2001	8,3	0,7	14,4	35,9
2002	9,1	-0,8	16,8	36,4
2003	10,0	1,2	19,6	39,9
2004	10,1	3,9	14,7	42,2
2005	11,3	1,8	17,6	40,5
2006	12,7	1,5	16,9	40,0
2007	14,2	4,8	16,7	40,7
2008	9,6	5,9	17,8	42,6
2009	9,2	-0,7	28,5	45,7
2010	10,4	3,3	19,7	47,2
2011	9,3	5,4	13,6	47,3
2012	7,7	2,6	13,8	46,5
2013	7,7	2,6	13,6	46,5
2014	7,3	2,0	12,2	45,9
2015	6,9	1,4	13,3	45,1
2016	6,7	2,0	11,3	44,3
2017 (9 месяцев)	6,9	1,5	9,5	...
В среднем	9,3	2,2	16,7	41,0

Источник: Чжунго тунцзи няньцзянь (Статистический ежегодник Китая). См.: <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2015/indexch.htm>.

Подчеркнем, что уже в середине 1990-х годов сложилась довольно устойчивая сберегательно-инвестиционная модель развития, которая по сей день остается своеобразной визитной карточкой китайского хозяйства и, помимо прочего, ограничивает инфляцию. Эта модель укрепилась в период финансовой стабилизации, способствуя благоприятной инвестиционной среде, минимизации инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

В годы низкой инфляции, заметим, последовательно снижалась процентная ставка по депозитам населения. С 9,18% годовых в мае 1996 г. она опустилась до 1,98% в феврале 2002 г. и сохранялась на этом уровне до конца октября 2004 г.,

⁴⁸⁷ Ibid. Annex 4.

когда из-за начавшейся инфляции произошло повышение – до 2,25%. Годовая ставка процента по кредитам в этот период снизилась, соответственно, с 10,98% в 1996 г. до 5,31% в 2002 г., повысившись до 5,58% в октябре 2004 г. Но, несмотря на снижение ставки по депозитам, рост вкладов населения в банках продолжился: в 2000 г. они достигли 65%, а в 2005 г. – 77% ВВП, в дальнейшем стабилизировавшись на этом уровне⁴⁸⁸. Кроме того, увеличение банковской маржи позволило улучшить ситуацию с «плохими долгами» в кредитной системе: с 22,6% портфеля в 2000 г., их доля снизилась до 8,6% в 2005 г. и 1,1% в 2014 г.⁴⁸⁹

Немаловажным фактором финансовой стабильности в 1997-2005 гг. был почти фиксированный курс национальной валюты (на уровне 8,27-8,28 юаней за доллар США). Эта стабильность повысила инвестиционную привлекательность страны в годы азиатского кризиса 1997-1998 гг. Летом 2005 г. Пекин начал постепенную ревальвацию юаня, продлившуюся почти в непрерывном режиме до 2015 г.⁴⁹⁰

Рост нормы накопления и ускорение экономического роста в середине 2000-х годов привели во второй половине 2006 г. к очередному перегреву экономики и повышению инфляции, толчком которой послужил рост цен на топливо и сырье (около 6% в годовом исчислении). По мере усиления инфляции в 2007 г. НБК принимал меры по ужесточению денежно-кредитной политики, повышая ставку процента по кредитам и вкладам (см. табл. 15.6), а также резервные требования к банкам. По итогам года инфляция приблизилась к 5%, рост цен на продовольствие составил более 12%.

Таблица 15.6.

Изменения ставки процента по годовым депозитам и кредитам в 2004-2016 гг.

Дата изменения	Ставка по депозитам, %	Ставка по кредитам, %	Дата изменения	Ставка по депозитам, %	Ставка по кредитам, %
Октябрь 2004	2,25	5,58	Декабрь 2010	2,75	5,81
Август 2006	2,52	6,12	Февраль 2011	3,00	6,06
Март 2007	2,79	6,39	Апрель 2011	3,25	6,31
Май 2007	3,06	6,57	Июль 2011	3,50	6,56
Июль 2007	3,33	6,84	Июнь 2012	3,25	6,31
Август 2007 г.	3,60	7,02	Июль 2012	3,00	6,00
Сентябрь 2007	3,87	7,29	Ноябрь 2014	2,75	5,60
Декабрь 2007	4,14	7,47	Март 2015	2,50	5,35
Сентябрь 2008	4,14	7,20	Май 2015	2,25	5,10
9 октября 2008	3,87	6,93	Июнь 2015	2,00	4,85
30 октября 2008	3,60	6,66	Август 2015	1,75	4,60
Ноябрь 2008	2,52	5,58	Октябрь 2015	1,50	4,35
Декабрь 2008	2,25	5,31	Январь 2016	1,50	4,35
Октябрь 2010	2,50	5,81	Декабрь 2016	1,50	4,35

Источник: данные НБК (<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125888/2943013/index.html>; <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125888/2968985/index.html>).

⁴⁸⁸ В 2015 г. сбережения населения в банках составили 81% ВВП.

⁴⁸⁹ Key Indicators for Asia and the Pacific 2015. – Manila: ADB. 2015. P. 266 (<http://www.adb.org/sites/default/files/publication/175162/ki2015.pdf>).

⁴⁹⁰ Среднегодовой курс юаня к доллару США составил 6,14 в 2014 г. После летней девальвации среднегодовой курс 2015 г. составил 6,23, в январе 2016 г. опустился до 6,5. В то же время по отношению к доллару США юань подешевел гораздо меньше других валют. Если же взять движение курсов валют азиатских стран за весь период 1995-2015 гг., то юань окажется единственной валютой, не считая сингапурского доллара, укрепившейся по отношению к доллару США.

К числу важных инструментов контроля денежного предложения относили и регулярные аукционы векселей НБК (сделки «репо»). Только в первой половине 2007 г. их было выпущено на 2,5 трлн. юаней, эти операции позволяли еженедельно стерилизовать денежную массу на 90-100 млрд. юаней. Кроме того, отменив лимиты по кредитованию отдельных предприятий, НБК сохранил ограничения по общим годовым объемам кредитования экономики финансово-кредитными учреждениями. Нарушители в обязательном порядке должны были приобретать облигации НБК с очень низким купонным доходом⁴⁹¹.

Антиинфляционный компонент содержался и в механизме создания в сентябре 2007 г. госкорпорации по зарубежным инвестициям – China Investment Corporation (CIC). Корпорация приобрела 200 млрд. долл. капитала из валютных резервов страны путем выпуска специального облигационного займа (гарантированного Министерством финансов) на 1,5 трлн. юаней, связавшего значительную денежную массу на внутреннем рынке.

Включены были и административные рычаги. В январе 2008 г. в Китае был временно введен режим государственного регулирования цен на основные продукты питания: зерно, растительное масло, мясо, молоко, яйца, а также сжиженный газ.

Снижению инфляции способствовал обвал почти на 70% перегретого фондового рынка Китая, начавшийся в ноябре 2007 г. и занявший первую половину 2008 г. Он вызвал также резкое снижение экономической динамики, а за ней и темпа инфляции. С 9% в январе (в годовом исчислении) индекс потребительских цен снизился до менее чем 5% в августе 2008 г. при замедлявшихся темпах экономического роста. Сократились, примерно на 20%, и продажи нового жилья.

В драматичный для мировой экономики период примечателен резкий разворот китайской экономической политики, произошедший вскоре после начала острой фазы валютно-финансового кризиса на Западе. Уже в сентябре 2008 г. при еще относительно высокой инфляции в КНР перешли к стимулированию экономики: НБК начал снижать процентную ставку, а в начале 2009 г. приступил к закачке в китайскую экономику крупнейшего за ее историю экстренно подготовленного инвестиционного пакета для 10 отраслей промышленности и логистики.

Резкое увеличение нормы накопления и денежной массы позволило во второй половине 2009 г. переломить тенденцию к падению темпов экономического роста, колебавшихся на уровне 6% в течение двух кварталов. По итогам года при небольшом снижении потребительских и глубоком (около 8%) падении сырьевых цен темп прироста ВВП превысил 9%. Этот результат был достигнут, несмотря на значительное сокращение экспорта (16%) и импорта (более 11%).

В то же время в 2009 г. незначительно повысились продовольственные цены, и более заметно – цены на недвижимость, которая стала объектом притяжения избыточной ликвидности и спекуляций. Средняя стоимость коммерческой недвижимости в 2009 г. составила 4,7 тыс. юаней за 1 кв. м, на 20% превысив показатель 2007-2008 гг. (3,9 тыс. юаней). Забегая вперед, заметим, что в 2015 г. средняя цена квадратного метра жилья в КНР достигла 6,8 тыс. юаней, увеличившись по сравнению с 2009 г. почти на 45%, а в первом квартале 2016 г. достигла 7,6 тыс. юаней. Опережающий рост цен сохранился и в 2017 г. В условиях достаточно умеренного роста цен в 2010-е годы это – довольно высокий показатель.

В целях снижения спекулятивного спроса на недвижимость в начале декабря 2009 г. было также объявлено о свертывании программы стимулирования рынка, принятой в конце 2008 г., возвращен налог на перепродажу жилья в первые пять лет

⁴⁹¹ Новоселова Л.В. Инвестиционные факторы новой стратегии экономического развития Китая. В кн.: Китай: инвестиционная стратегия и перспективы для России / Отв. ред. Л.В.Новоселова. – М.: Институт Дальнего Востока РАН, 2008. С. 46.

после его приобретения, отменены дисконтные процентные ставки по жилищным кредитам. В начале 2010 г. были введен 40-процентный минимум первого взноса при покупке второго жилья.

Уже летом 2009 г. в Китае стали тревожиться и по поводу других последствий гигантской закачки средств в экономику. Критики этой меры указывали, что опора на инвестирование для сохранения роста ВВП приведет лишь к кратковременному росту и неизбежной высокой инфляции. Прогнозы частично сбылись: уже летом 2010 г. инфляция превысила 3% и продолжала расти, составив 4,7% в последнем квартале года (как обычно еще быстрее росли продовольственные цены⁴⁹²). В октябре 2010 г. НБК повысил ставку процента (что впервые в истории вызвало падение зарубежных финансовых рынков), до лета 2011 г. эту меру повторили еще четыре раза. Страна приступила к очередному охлаждению экономики.

Помимо монетарных мер и сокращения дефицита бюджета с 2,5 до 2% ВВП, были включены административные и другие рычаги⁴⁹³. На сессии ВСНП в марте 2011 г. премьер Вэнь Цзябао напомнил об ответственности губернаторов и мэров за цены на зерновую и овощную корзины, а также стыковку крестьянских дворов с супермаркетами, призвал усилить ценовой контроль, строго наказывать за манипуляции и ценовые сговоры и особенно жестко контролировать цены на жилье.

Характерен эпизод того времени: в мае 2011 г. компания «Unilever» была оштрафована на 2 млн. юаней за рассылку супермаркетам уведомлений и сообщения прессе о грядущем повышении цен на свою продукцию, в частности, моющие средства. Ее действия квалифицировались как «серьезное нарушение рыночного порядка»⁴⁹⁴.

В июле 2011 г. инфляция (в годовом исчислении) достигла пика в 6,5% и затем начала снижаться. Декабрьский показатель составил 4,1%, годовой – 5,4% (при росте цен на продукты на 11,8%)⁴⁹⁵. Индекс цен продолжил падение в течение 2012 г., достигнув дна в 1,7% в октябре. Но уже в июне 2012 г. НБК начал снижение процентной ставки – из-за сокращения темпов экономического роста.

Иными словами, очередной цикл охлаждения экономики оказался сравнительно коротким. В дальнейшем показатели инфляции снижались при неуклонном сокращении темпов экономического роста (см. табл. 15.3 и 15.7).

Таблица 15.7.

Индексы цен в КНР в 2012-2016 гг.

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016
Индекс потребительских цен	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0
Индекс продовольственных цен	4,8	4,7	3,1	-0,7	2,2
Индекс цен инвестиционных товаров	1,1	0,3	0,5	-1,8	0,4
Индекс отпускных заводских цен	-1,7	-1,9	-1,9	-5,2	-2,0

Источник: данные ГСУ (<http://www.stats.gov.cn>).

Продолжались и попытки регулятора взбодрить экономику снижением процентной ставки (обычно сопровождаемые и снижением нормы резервирования), участвовавшие с ноября 2014 г. (см. табл. 15.6). Увеличивалось в этот период и бюджетное стимулирование хозяйства, в 2015 г. расходы бюджета увеличились на 15,8% – против 8,3% в предыдущем году.

⁴⁹² Продовольственные цены по итогам 2010 г. повысились на 7,2%.

⁴⁹³ Важно заметить, что мониторинг движения цен в КНР в 2010-е годы ведется тщательно и оперативно. Каждые десять дней ГСУ публикует данные о движении продовольственных цен по 50 городам страны, а также движении цен на основные сырьевые товары, ежемесячно публикуются индексы цен на недвижимость по 70 городам и т.д.

⁴⁹⁴ <http://www.forbes.com/sites/gordonchang/2011/05/08/china-imposes-price-controls-informally/#7af603e7146c>.

⁴⁹⁵ http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjgb/ndtjgb/qgndtjgb/201202/t20120222_30026.html.

В последние годы новое руководство КНР продолжает либерализацию и деbüroкратизацию хозяйства. Сокращается и сфера прямого государственного контроля над ценами. В частности, в мае 2015 г. Государственный комитет по развитию и реформам вновь сократил перечень регулируемых государством цен, оставив в нем тарифы на природный газ, электроэнергию и воду, а также некоторые виды услуг, включая транспортные и почтовые. Отпущены были также цены на многие категории лекарств⁴⁹⁶.

Тринадцатая пятилетка (2016-2020 гг.) застала правительство Ли Кэцзяна в поисках путей поддержания темпов экономического роста. Продолжает облегчаться доступ к кредиту и налоговое бремя (в рамках налоговой реформы), активизируется финансовая политика: с 2,4% ВВП в 2015 г. дефицит бюджета планируется увеличить до 3% в 2016-2017 гг. С началом новой пятилетки несколько активизировано инфраструктурное строительство⁴⁹⁷.

Однако общей картины эти действия пока не изменили, если не считать весьма умеренного повышения потребительской инфляции в конце 2015 – начале 2016 гг. и некоторого замедления падения цен на инвестиционные товары, даже подорожавшие в 2017 г. С другой стороны, сохранение, как теперь выражаются в КНР, «средневысоких» темпов экономического роста в 2015 г. в условиях сокращения мировой торговли можно считать вполне удовлетворительным результатом политики регулятора, ориентирующегося теперь на структурную перестройку хозяйства, сокращение избыточных мощностей, стимулирование внутреннего спроса и т.п.⁴⁹⁸

* * *

Сравнивая показатели инфляции, накопления и экономического роста в КНР и соседних странах в наступившем веке, несложно прийти к заключению о сравнительно высокой норме накопления и такой же экономической динамике в китайском хозяйстве при относительно низкой инфляции и невысокой ставке процента по кредитам реальному сектору⁴⁹⁹. Отметим и немалое стимулирующее воздействие инфляции на экономический рост на нескольких отрезках истории КНР.

Добавим, что китайский подход к инфляции почти противоположен современному монетаризму: цены на товары и услуги удерживаются не столько за счет ограничения денежного предложения, сколько путем кредитного стимулирования деловой активности, увеличением производства товаров и услуг, которым со временем и закрывают денежный «навес». К этому прибавляется государственное регулирование цен – уже не столько их администрирование,

⁴⁹⁶ http://www.chinadaily.com.cn/china/2015-05/06/content_20640495.htm; <http://www.mwe.com/China-Removes-Price-Ceilings-from-Most-Drugs-06-15-2015/>.

⁴⁹⁷ Приведем выдержку из доклада Ли Кэцзяна на сессии ВСНП в марте 2016 г.: «В этом году будет запущен ряд наиболее важных проектов в рамках 13-й пятилетней программы. Капиталовложения в железные дороги превысят 800 млрд. юаней, а инвестиции в автодорожное строительство составят 1,65 трлн. юаней. Начато строительство 20 новых крупных гидросооружений, будут реализованы крупные проекты в сфере гидроэнергетики и ядерной энергетики, электропередачи сверхвысокого напряжения, интеллектуальных электросетей, строительства сетей нефте- и газопроводов, городского рельсового транспорта и т.д. Инвестиции из центрального бюджета планируются в размере 500 млрд. юаней». См.: http://russian.china.org.cn/exclusive/txt/2016-03/22/content_38085883.htm.

⁴⁹⁸ Отвечая на многочисленные комментарии по поводу снижения темпов роста в КНР как негативном факторе мировой конъюнктуры, премьер КНР заметил, что 1% прироста ВВП в 2015 г. эквивалентен 1,5% пять лет назад и 2,5% – десять лет назад.

⁴⁹⁹ В работах директора НБК Чжоу Сяочуаня о норме сбережений и перестройке мировой финансовой системы, вышедших в начале 2009 г., а также его интервью в январе 2016 г. (<http://english.caixin.com/2016-02-15/100909181.html>), заслуживающих отдельного рассмотрения, содержится, в частности, мысль о цене денег (кредита) как важнейшем компоненте инфляции.

сколько товарные интервенции, устранение лишних посредников, биржевая работа и т.п. Стабильности цен способствует и контроль за крупными корпорациями. Вдобавок китайский центральный банк прямо подчинен правительству, что облегчает координацию реального сектора и сферы обращения. Можно сказать, что денежно-кредитная политика в целом подчинена задачам развития производительных сил.

В то же время из-за сохраняющейся высокой нормы накопления предельная капиталоемкость экономического роста в Китае имеет тенденцию к повышению. Если в переходный период она составляла менее 3,7, то на современном этапе – в среднем 4,4, а в последние годы повысилась до 6,2, что хуже, чем у ряда соседей. Проблемы эффективности на нынешнем этапе экономического развития Китая явно сменили традиционную жажду высоких темпов роста, да и потребность в них уже не столь остра, как раньше – в силу ставшего невысоким естественного прироста населения, сокращения демографического давления, в том числе на селе⁵⁰⁰. При этом достигнутый избыток капитала в хозяйстве выталкивает деньги за рубеж, снижая инфляцию внутри страны.

Поэтому правомерно предположить стабилизацию и даже дальнейшее снижение темпов экономического роста в КНР при умеренной инфляции. Маловероятны «инвестиционные штурмы», подобные тем, что имели место в прошлом столетии или сравнительно недавно – в 2009-2010 гг., хотя наблюдается некоторое сходство в предпосылках с тогдашней ситуацией. Стимулирование экономики, усиленное в конце 2014 г., проводилось последовательно, но аккуратно.

⁵⁰⁰ В середине 2010-х годов численность занятых в городах КНР ежегодно увеличивается примерно на 10 млн. человек, близкую, но чуть меньшую величину составляет сокращение занятости на селе.

Глава 16. Инфляция и дефляция в Японии

В японской интеллектуальной и политико-экономической среде инфляция редко рассматривается в качестве отдельной самостоятельной темы, имеющей общественное звучание. Главная задача в области экономики и экономической политики, которая японской политической и финансово-экономической элитой рассматривается в качестве стратегической, – это преодоление затянувшейся на два десятилетия стагнации и вывод страны на траекторию устойчивого роста, причем темпами, достаточно высокими для того, чтобы этот рост не оставался сугубо статистическим феноменом, а непосредственно и однозначно ощущался субъектами хозяйственной жизни. Однако в поиске решения для этой задачи, а также в анализе причин, по которым уже испробованные рецепты не привели к удовлетворяющему результату, заметное место принадлежит анализу ценовой динамики и ее взаимосвязи с различными элементами политики стимулирования экономического роста.

Долгосрочное замедление экономического роста в Японии, наблюдающееся еще с 1970-х годов, с определенного момента стало вызывать серьезные вопросы и озабоченность в политическом классе страны, хотя этот момент наступил не сразу и долгое время был, как минимум, неочевиден. Действительно, после приблизительно полутора десятилетия японского «экономического чуда», продолжавшегося со второй половины 1950-х годов до первого «нефтяного шока» 1972 г., снижение темпов прироста ВВП с двухзначных или близких к ним величин до уровня в 3-5% воспринималось как естественное – по мере формирования современной структуры экономики, повышения требований к инфраструктуре, уровня жизни и потребления, а также социальных и экологических стандартов. В 1970-1980-е годы Япония окончательно заняла место развитой страны на глобальной шкале, стала полноценным и успешным участником глобального «клуба избранных», членом ОЭСР, субъектом международной помощи развивающимся странам. Однако события в экономике страны в конце 1980-х – начале 1990-х годов были восприняты ею как сбой в процессе адаптации к своему новому статусу и новым условиям.

Динамика цен при переходе к «умеренным» темпам роста

Конец 1980-х годов был отмечен резким ростом цен на некоторые категории экономических активов, в первую очередь на земельные участки, акции и ряд других фондовых инструментов, что воспринималось как очевидный перегрев конъюнктуры с образованием так называемого «мыльного пузыря». Было очевидно, что увеличение стоимости активов и связанных с этим доходов никак не было связано с реальным ростом производительности экономики, и в какой-то момент должно было произойти резкое восстановление пропорций между отдельными стоимостными показателями, нарушенных спекулятивными операциями и нереалистичными ожиданиями экономических агентов. Это и имело место в самом начале 1990-х годов: тенденции переломились, ранее «надутые» активы резко упали в цене, вызвав кризисные явления в банковском секторе. Последнее было совершенно естественным явлением, поскольку переоцененные активы в значительных количествах использовались в качестве обеспечения займов, и резкое падение их котировок обесценивало залоги и порождало требования со стороны кредиторов в экстренном порядке предоставить дополнительное обеспечение. Невозможность в массовом порядке удовлетворить требования кредиторов о приведении стоимости залогов в соответствие с объемом выданных кредитов неизбежно привела к нарастанию объема «плохих долгов» в банковском секторе, ухудшению показателей ликвидности и достаточности капитала, необходимости экстренных мер правительства и денежных властей по нормализации ситуации в этом секторе в

долгосрочном плане. Оздоровление растянулось на десятилетие, что неизбежно сказалось и на динамике стоимостных показателей, и на ожиданиях в отношении будущего, и на перспективах восстановления устойчивого роста.

В течение всего десятилетия 1991-2000 гг. ежегодный прирост подушевого дохода составлял в среднем 0,5%. В течение следующего десятилетия он несколько повысился, но все равно не превысил однопроцентного порога. Это означало, что при очевидном росте технического уровня экономики ее производительность почти не росла – доходы населения и корпораций практически застыли на фоне ускоренного «догоняющего» роста новых полюсов мировой экономики. Китай в этот период вплотную подошел, а позже и обогнал Японию по размерам ВВП в абсолютном выражении, прочно закрепившись в статусе второй экономики мира после США.

Что же касается динамики цен, то в течение длительного времени она не была первоочередной заботой японской политической и деловой элиты, хотя признаки закрепляющейся дефляции стали очевидными уже во второй половине 1990-х годов, а с вступлением в новое тысячелетие по существу стала эндемичной структурной характеристикой японской экономики. Это явствует как из динамики потребительских цен, так и из изменений величин дефлятора ВВП, который с 1999 г. в течение полутора десятилетий не покидал зону отрицательных значений (см. рис. 16.1 и рис. 16.2).

Источник: Статистический портал правительства Японии (<http://www.stat.go.jp>; <http://www.e-stat.go.jp>).

Рисунок 16.1. Прирост потребительских цен, % к предыдущему году

Источник: Институт экономических и социальных исследований при Кабинете министров Японии (<http://www.esri.cao.go.jp>).

Рисунок 16.2. Дефлятор ВВП, % к предыдущему году

И все же в общественном дискурсе того периода тема дефляции не рассматривалась в качестве первоочередной проблемы и главного фактора, препятствующего восстановлению экономики. Тем более что вплоть до 2009 г., когда Японию поразили волны международного финансово-экономического кризиса, начавшегося со «схлопывания» на американском рынке ипотечных кредитов субстандартным заемщикам, общая тенденция состояла скорее в постепенном выходе ценовой динамики в положительную зону. Соответственно, преобладали надежды на уход от дефляции и связанных с нею негативных цепочек влияния отдельных компонентов общей картины экономики через естественное восстановление механизмов роста, после того как последствия кризисов будут постепенно преодолены.

Многое изменилось, однако, с приходом в конце 2012 г. на пост лидера главной партии японского политического класса, олицетворяющей политический истеблишмент этой страны с его традиционной консервативной направленностью, нынешнего премьер-министра страны Синдзо Абэ.

Специфика «абэномики»: динамика цен как ключевое звено

В целом, конечно, экономическая стратегия (а во многом и тактика) японского правительства под руководством нынешнего премьера сохранила преемственность по отношению к линии, проводившейся при его предшественниках, включая краткий период руководства страной другой партией консервативного толка – демократической (ДП). Все предлагавшиеся и, в определенной степени, проводившиеся в жизнь этими предшественниками рецепты преодоления экономической стагнации базировались на традиционных концепциях западного экономического мейнстрима. Они представляли, да и сейчас продолжают представлять собой комбинацию традиционных приемов воздействия на экономическую жизнь методами монетарной, бюджетной и структурной («промышленной») политики с целью стимулирования отдельных сегментов спроса, что, по мысли правительственных и окол властных экспертов, должно, вместе и по отдельности, запустить восходящую спираль роста производства, доходов, инвестиций и производительности. Особое значение при этом придается манипулированию величиной роста цен (инфляции), курса национальной валюты и стимулированию инвестиционной активности традиционными методами «промышленной политики». Именно к этому сводится и содержание так называемой «абэномики» – комплексной экономической стратегии, провозглашенной С. Абэ. в качестве официальной доктрины.

Несмотря на броские лозунги (в первоначальном варианте это были знаменитые премьерские «три стрелы», обозначавшие, соответственно, монетарную экспансию, активное бюджетное стимулирование конъюнктуры и «структурные реформы»), по сути в пакете мер, предложенных С. Абэ, не было ничего оригинального: речь шла о том, чтобы привычными методами «разогнать» экономический рост, стимулируя его главным образом со стороны спроса. Хотя последняя «стрела» в последующем была заменена на стимулирование инноваций (призванных обеспечить, согласно официальной доктрине, так называемую «революцию производительности»⁵⁰¹), непосредственного влияния на предложение

⁵⁰¹ Эта замена произошла при провозглашении «второго этапа абэномики» в 2015 г., когда официальная «стратегия ревитализации Японии», определяющая главные задачи правительства и всех его ведомств по созданию благоприятных условий для экономического роста и социального прогресса, была утверждена в новой редакции с подзаголовком «Инвестиции в будущее. Революция производительности» (Нихон сайко сэнряку. Кайтэй 2015 (Стратегия возрождения Японии). Версия 2015 на японском языке (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/dai1jp.pdf>). Согласно

эта перемена в акцентах не оказала, так что стимулирование спроса осталось главным и, по существу, единственным полем приложения усилий премьерской экономической команды в широком смысле слова, включая руководство центрального банка страны, которое формально не зависит от кабинета при формулировании своей политики, но фактически координирует свои позиции с основными правительственными институтами.

Одним из ключевых положений «абэномики», как было сказано выше, стала постановка задачи преодоления дефляции. Она рассматривалась экономистами, стоявшими за политическими декларациями нового кабинета, в качестве едва ли не главного препятствия для вывода экономики на траекторию устойчивого роста.

Дефляция товарных цен и активов, как известно, является фактором, способствующим повышению склонности домохозяйств к сбережению и стагнации текущего потребления; отрицательно сказывается на динамике совокупного спроса. Одновременно дефляция дестимулирует инвестиции в корпоративном секторе, затрудняя бизнес-планирование и настраивая компании на пассивную стратегию, при которой значительная часть свободных средств держится в низкодоходных безрисковых инструментах, которые в этих условиях гарантируют отсутствие потерь как в бухгалтерских, так и в реальных категориях. Как правило, дефляция ведет к образованию порочного круга отрицательного взаимодействия факторов, лежащих на стороне спроса, и факторов на стороне предложения. А именно: стагнация спроса через ценовую динамику посылает негативные сигналы производителям, а снижение активности последних через динамику доходов, занятости населения и распространение соответствующих ожиданий, в свою очередь, оказывает угнетающее воздействие на спрос. Этот порочный круг гасит импульсы к росту, приносимые в систему стимулирующей государственной политикой, если последние недостаточно велики, чтобы преодолеть инерцию уже сложившихся ожиданий.

Все названные явления в той или иной степени присутствовали в японской экономике 1990-х и 2000-х годов, которая, как полагает большинство японских экономистов, стала жертвой дефляционных болезней после так называемого «сдутия финансового пузыря» – резкого падения стоимости финансовых активов в начале 1990-х годов, после которого негативные ожидания «убили» динамизм большей части внутренних рынков и, вследствие неспособности экономических и монетарных властей переломить эти ожидания, вылились в стагнацию и даже определенное снижение общего уровня цен на товары и услуги, о котором было сказано выше.

Фактически всю вторую половину 1990-х годов и первое десятилетие нового века корпоративный сектор Японии имел дело с последствиями вышеупомянутого «сдутия пузыря» для динамики цен на широком круге рынков, включая рынки недвижимости, репрезентативные рынки промышленной продукции производственного назначения, потребительские рынки.

Шок от резкого падения цен на финансовые активы имел долгосрочные последствия не только сам по себе, но и в совокупности с эффектом сильной интернационализации японского бизнеса, достигнутой к началу 1990-х годов. Последняя облегчала перенос акцентов инвестиционных и бизнес-стратегий крупнейших японских корпораций с внутренних на зарубежные рынки и инвестиционные площадки. Стагнация внутреннего спроса и общее снижение

опубликованной доктрине, целью новой инновационной промышленной политики должно быть не столько увеличение производственных мощностей, сколько повышение производительности труда и рост усиление конкурентоспособности производств, прежде всего за счет инновационных технологических «прорывов».

рентабельности сравнительно эффективно компенсировались высокими темпами зарубежной экспансии и не порождали у политически активной части бизнеса ощущения острого кризиса, который требовал бы немедленных и экстренных мер реагирования.

В результате логически и фактически связанные между собой низкие ожидания относительно ценовой динамики и объемов рынков в Японии привели к закреплению застойных тенденций и паттернов и сохранению в течение двух десятилетий темпов экономического роста на уровне в среднем менее одного процента в год. И если поначалу подобная динамика рассматривалась как неизбежный атрибут структурного приспособления экономики к новым условиям, как своего рода закономерная перегруппировка перед началом нового рывка, то по мере роста ощущения, что процесс явно затягивается, в японском политическом классе росли настроения в пользу переосмысления происходящего и интенсивного поиска путей преодоления порочных взаимосвязей. По существу, «абэномика» была политически разрекламированным ответом на опасения, что общая стагнация объемов продаж, доходов и цен закрепится в качестве главного тренда в экономике страны на долгие десятилетия. При этом в качестве ключевого элемента порочной системы взаимного негативного влияния отрицательных значений этих показателей были особо выделены цены.

Одной из главных идей «абэномики» стало предложение путем активной монетарной и бюджетной политики «разогнать» цены на потребительском рынке (не позволяя, конечно, инфляции подняться выше неких пороговых значений) и тем самым стимулировать население больше тратить, а компании – больше инвестировать в расширение производства и сбыт, порождая дополнительный спрос на банковские кредиты и трудовые ресурсы. Учитывая ограниченность предложения последних при сокращающемся и «стареющем» населении, это должно было заставить компании повысить уровень заработной платы и стимулировать внедрение трудосберегающей техники и оборудования. Все это в совокупности позволило бы постепенно «раскрутить» механизм роста, частью которого должно было стать долгосрочное повышение производительности и международной конкурентоспособности японской экономики. Это, в свою очередь, обеспечило бы устойчивый и долгосрочный характер нового экономического подъема.

Так или иначе, в основу «абэномики» были положены проинфляционная политика денежных властей и стимулирующая бюджетная политика центрального правительства.

В качестве главного инструмента увеличения денежного предложения центральный банк – Банк Японии – объявил о программе регулярного выкупа гособлигаций у банков и других корпоративных держателей – собственном варианте политики «количественного смягчения», проводившейся Федеральной резервной системой США. Программа связывается общественным мнением с именем нынешнего главы Банка Японии Харухико Курода, которого автор «абэномики» рекомендовал на этот пост вскоре после своего избрания и с именем которого ассоциируется политика японских денежных властей с апреля 2013 г. Основы и ориентиры программы увеличения операций с целью энергичного расширения денежной базы были объявлены новым руководством в получившем широкое освещение в СМИ заявлении от 5 апреля 2013 г., в котором фактически было выражено согласие с призывом С. Абэ сделать «все возможное» для того чтобы в «максимально сжатые сроки» выйти на 2-процентный ориентир годовой инфляции.

Строго говоря, практика денежного смягчения путем операций на рынках государственных долговых бумаг существовала и ранее. Периодически Банк Японии объявлял о планах увеличения своего портфеля гособлигаций за счет покупки их на

открытом рынке – в частности, подобного рода программы объявлялись и реализовывались в конце 2000-х годов и в 2010-2012 гг. Уже тогда монетарными властями была официально поставлена задача в течение года-двух вывести динамику потребительских цен на уровень прироста темпом 1% в год, что предполагало значительный дополнительный «впрыск» ликвидности в банковскую систему. В результате объем гособлигаций (government bonds) на балансе центрального банка начиная с первого квартала 2009 г. устойчиво рос и за четыре года увеличился приблизительно вдвое.

Однако после смены руководства центрального банка масштабы и темпы покупок резко возросли. Они были доведены до уровня 5,5 трлн иен ежемесячно, так что только за полтора года – с середины 2013 г. до конца 2014 г. объем гособлигаций на балансе Банка Японии еще раз удвоился, превысив уровень 200 трлн. иен (см. рис. 16.3).

Источник: Банк Японии (<http://www.boj.or.jp>).

Рисунок 16.3. Облигации государственного займа на балансе Банка Японии (на конец месяца, трлн. иен)

Для этого были внесены определенные изменения в директивы и практику работы с этими ценными бумагами – в портфеле банка было увеличено наличие более «длинных» облигаций, добавлена возможность принятия на баланс долгосрочных и некоторых специфических инструментов, в частности, биржевых инвестиционных фондов. Было проведено укрупнение и слияние некоторых узких программ работы на вторичных рынках.

Интенсивность программы количественного смягчения не снижалась и в последующие годы, в результате чего к середине 2017 г. вышеназванный показатель превысил 400 трлн. иен. Соответственно, большая часть этого прироста имела своим отражением получение финансовыми институтами, выступавшими в роли продавца этих облигаций на вторичном рынке, беспрецедентно крупных объемов ликвидности, которые должны были оказать понижающее давление на уровень стоимости кредитных ресурсов для конечных заемщиков и тем самым опосредованно потянуть вверх цены на товарных рынках.

В эту же сторону должна была давить политика предельно низких процентных ставок, устанавливаемых центральным банком как регулятором финансовых рынков. Банк Японии был своего рода пионером среди развитых стран в действиях на этом направлении: еще в 2000-2009 гг., когда в еврозоне и в США ключевая ставка денежных властей находилась в диапазоне 2-5%, в Японии она не превышала 0,5%. Соответственно, использовать снижение ставки для стимулирования кредитной экспансии в Японии было практически невозможно, и базовая ставка кредитования финансовых институтов Банком Японии с 2008 г. установлена на уровне 0,3%.

Вместе с тем в реально существующих условиях для кредитных учреждений важна другая ставка – ставка, применяемая к остаткам коммерческих банков на счетах в центральном банке. Эта ставка после ряда изменений была выведена Банком Японии в отрицательную зону, где и находится все последнее время⁵⁰².

Наконец, Банк Японии прибег к активному опосредованному регулированию ставок на вторичном рынке гособлигаций. Объем выкупа гособлигаций с некоторого времени стал определяться с учетом его влияния на уровень доходности облигаций при текущем уровне их котировок. С учетом ключевой роли этого рынка для регулирования ликвидности в банковской системе уровень доходности торгуемых на нем инструментов оказывает большое влияние на уровень процентных ставок – как на межбанковском рынке, так и, опосредованно, на рынке розничного кредитования. Общее направление действий центрального банка в этой части состояло в снижении привлекательности государственных бумаг как средства хранения ликвидности.

Смысл этих мер, очевидно, состоял в том, чтобы методами процентной политики «вытолкнуть» максимальное количество банковской ликвидности на рынки корпоративного и потребительского кредитования, провоцируя рост расходов и цен.

С другой стороны, важное место в этой цепочке действий отводилось и динамике курса национальной валюты. В 1990-е и 2000-е годы преобладающим трендом был рост курса иены, что было дополнительным фактором, отрицательно сказывавшемся на динамике производства и цен в стране. Экспортеры испытывали дополнительное давление в пользу целесообразности переноса производственных площадок за пределы Японии, а относительное удешевление импорта, естественно, оказывало угнетающее воздействие на уровень внутренних цен.

Соответственно, органической частью «абэномики» стала идея желательности и необходимости удешевления иены, которое и произошло в первый период. Падение стоимости иены по отношению к доллару США и евро в этот период привело к росту средневзвешенных цен на импорт, которые в 2013 и 2014 гг. повысились на 14,5% и 4,2% соответственно⁵⁰³.

Борьба с дефляцией – неоднозначные результаты

Все эти меры, каждая по отдельности и все в совокупности, возымели определенный эффект – хотя и не такими темпами и не в том масштабе, на которые рассчитывали авторы «абэномики» в начале срока работы администрации премьера, давшего имя этой концепции. В период 2013-2014 гг. в результате активной проинфляционной политики, включая определенное манипулирование курсом национальной валюты (большой частью посредством «вербальных интервенций»), властям удалось добиться определенного перелома – как тогда казалось, имеющего все шансы приобрести долгосрочный характер. Оптовые и розничные цены начали рост, достигая в определенные моменты целевого ориентира 2% в годовом исчислении; ожидания экономических агентов, как показывали регулярные опросы, начали меняться в требуемом направлении. Правительство объявило об успехе, провозгласив выход экономики из «дефляционной ловушки» состоявшимся, а задачи первого этапа «абэномики» – решенными, что и было зафиксировано в новой версии главного правительственного документа – «Стратегии ревитализации Японии»⁵⁰⁴, утвержденной кабинетом министров в июне 2016 г.⁵⁰⁵

⁵⁰² Речь идет о ставке, применяемой к определенному кругу остатков на счетах кредитных учреждений в центральном банке (policy-rate account balances). На ноябрь 2017 г. она установлена в размере -0,1%.

⁵⁰³ Данные с сайта Банка Японии (<http://www.boj.or.jp/en/statistics/pub/pim/index.html/>).

⁵⁰⁴ Утвержденная в июне 2013 г. в виде официального документа, эта стратегия ставила задачу обеспечить темпы прироста ВВП в среднем на 2% в год в реальном выражении, причем в течении

Однако уже в 2015 г. стало ясно, что победные реляции были все-таки преждевременными. Курс иены, снижавшийся в течение всего 2013 и 2014 гг. под влиянием, в числе прочего, вербальных и реальных интервенций Банка Японии, со второй половины 2015 г. поменял вектор своего движения на противоположный и за год с небольшим вернулся к значениям конца 2013 г. (чуть более 100 иен за доллар США). В результате цены на импортные товары после роста в 2013-2014 гг., в 2015 г. снизились на 11,3%⁵⁰⁶.

Лишенный поддержки в виде дорожающего импорта и ограничиваемый слабой динамикой потребительского спроса, рост потребительских цен, начиная со второй половины 2014 г., постепенно замедлялся и к середине 2015 г. практически сошел на нет. Соответственно, к моменту, когда по политическим соображениям возникла настоятельная необходимость продемонстрировать действенность стратегии «ревитализации» Японии, оказалось, что ее ключевое звено – преодоление «порочных кругов», связанных с дефляцией – оказалось под вопросом.

Хотя ситуация в экономике и давала повод для сдержанного оптимизма (основанием для него были не только объективные данные о динамики ВВП, но и результаты опросов и обследований корпоративного сектора), произошедшие за период первого премьерского срока позитивные подвижки были малы, неустойчивы и во многом опирались на факторы, не имевшие фундаментального характера.

На самом деле, Банк Японии в своей монетарной политике (так называемая «первая стрела» абэномики) столкнулся с ситуацией, когда ее действенность с точки зрения стимулирования экономической и потребительской активности оказалась существенно ослабленной. Снижение стоимости денег не привело автоматически к искомому интенсивному росту спроса на кредиты и их объема, который хотя и начал расти, но слабыми темпами (см. рис. 16.4). К тому же, еще и сами механизмы снижения стоимости кредитных ресурсов оказались фактически исчерпанными, когда ставки, применяемые финансовыми регуляторами, приблизились к нулевой отметке – феномен, который в 2010-е годы наблюдался не только в Японии, но и в США, а во второй половине десятилетия – также и в еврозоне. Практически все традиционные методы «тонкой настройки» спроса на кредитные ресурсы, описанные в учебниках, в этих условиях оказываются малоэффективными, и авторы правительственной экономической политики не могли не отреагировать на столь очевидную новую ситуацию.

Этот ответ, по существу, состоял в том, чтобы зафиксировать ситуацию практически свободного доступа кредитных учреждений к дополнительным ресурсам, всячески поощряя их к активности на рынке розничного кредитования, и перенести акцент стратегии стимулирования спроса на немонетарные рычаги – прежде всего, расширенное использование для этих целей бюджетных расходов и мер поощрения структурных сдвигов в пользу сфер и отраслей, имеющих потенциал ускоренного роста на основе активных инноваций.

Что касается монетарного инструментария, то акцент был смещен в пользу двух относительно новых положений – 1) закрепления отрицательного процента по депозитам кредитных учреждений и 2) смены приоритета (таргета) монетарной политики с уровня инфляции на целевые ориентиры процентных ставок.

ближайших пяти лет они должны были быть выше этого показателя (Nihon saikou senryaku. http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf).

⁵⁰⁵ Нихон сайко сэнряку 2016 (Стратегия возрождения Японии 2016). См.: http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/zentaihombun_160602.pdf. Правительство сочло, что ему удалось побороть дефляционные ожидания, и это рассматривалось им как достаточное условие для того, чтобы заработал механизм так называемого «позитивного взаимного подталкивания» растущих цен и доходов.

⁵⁰⁶ Данные с сайта Банка Японии (<http://www.boj.or.jp/en/statistics/pub/pim/index.html/>).

Источник: Банк Японии (<http://www.boj.or.jp>).

Рисунок 16.4. Кредиты, выданные коммерческими банками (исключая зарубежные филиалы, трлн. иен)

Что касается первого, то, как уже было сказано выше, с февраля 2016 г. ко всем остаткам средств на счетах кредитных учреждений в Банке Японии сверх обязательных резервов и некоторых нормативов⁵⁰⁷ применяется отрицательная ставка процента в размере 0,1% годовых. Это означает, что за любые сверхнормативные резервы в виде неиспользуемых денежных средств регулятор взимает плату за их хранение.

Второе заключается в том, что с сентября 2016 г. был изменен базовый механизм денежной политики Банка Японии: вместо таргетирования инфляции, которая так и не достигла целевых значений, несмотря на все произведенные вливания ликвидности, в качестве главного ориентира было избрано поддержание целевого уровня доходности определенной категории государственных облигаций (yield curve control). В качестве последней были выбраны 10-летние облигации японского правительства, а в качестве целевого значения доходности – нулевая. Инструментом поддержания целевой доходности выступает объем выкупа этих бумаг Банком Японии, оказывающий влияние на их текущие котировки. Смысл же такого таргетирования, по мысли регулятора – обеспечить стабильность и предсказуемость системы рыночных процентных ставок и тем самым облегчить кредитным учреждениям оценку рисков и свое стратегическое планирование.

В отношении собственно инфляции регулятор сохраняет принятый еще в 2013 г. желаемый уровень в 2% в год, но лишь в качестве долгосрочного ориентира, достижение которого постоянно отодвигается Банком Японии на все более поздние сроки. Дефлятор ВВП вновь приблизился к нулевой отметке (0,3% по итогам 2016 г., а если исключить из расчета компоненту внешнего спроса – минус 0,5%), что еще раз подтверждает недостаточность оснований говорить об успехе «абэномики» применительно к тенденциям кредитно-денежной сферы.

Что же касается стимулирования спроса, то власти имплицитно переносят акцент на непосредственное увеличение государственных расходов, которые в последние годы сдерживались в целях «оздоровления» системы государственных финансов и в 2016 г. внесли нулевой вклад в экономический рост. Обещания увеличить стимулирующие расходы общественного сектора занимали значительное место в публичной риторике премьер-министра в 2017 г., однако практическая реализация соответствующих мер остается под вопросом.

⁵⁰⁷ Подробнее об этих нормативах и способах их расчета можно прочитать в пресс-релизах Банка Японии, опубликованных на его сайте (http://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt_ope/oth_a/index.htm/).

Не в последнюю очередь эти сомнения связаны с тем, что увеличение расходов бюджета вступает в очевидное противоречие с заявленной правительством долгосрочной целью снижения долгового бремени государства (Япония, как известно, является рекордсменом в развитом мире по объему накопленного государственного долга в пропорции к ВВП⁵⁰⁸). Осознавая всю сложность такой задачи, кабинет министров избегает взятия на себя жестких обязательств относительно действий в этом направлении, за исключением официально провозглашенной цели добиться к 2020 г. бездефицитности консолидированного бюджета без учета доходов и расходов, связанных с государственными заимствованиями («первичный баланс»). Однако и эта задача рассматривается как условная, которая может быть скорректирована в зависимости от политической ситуации, причем представители делового лобби отмечают растущую готовность правительства отодвинуть сроки ликвидации первичного дефицита бюджета как минимум на несколько лет⁵⁰⁹.

Шагом в этом направлении стало решение правительства в июне 2017 г. использовать в качестве критерия оздоровления государственных финансов дополнительный критерий (размер государственного долга в пропорции к ВВП), который является менее жестким, чем требование бездефицитности бюджета.

Так или иначе, степень жесткости, которую правительство намерено использовать при планировании бюджетных расходов на кратко- и среднесрочную перспективу, с очевидностью снижается. В первую очередь это связано, конечно, с политическими соображениями и с необходимостью поддержания положительных темпов роста экономики через стимулирование дополнительного спроса, а также облегчения условий для роста предложения, в том числе через структурные сдвиги в предложении на рынке труда. Последнее, в частности, связано с новым правительственным приоритетом увеличения расходов на поддержку высшего образования, а также на субсидирование ухода за детьми и престарелыми с целью стимулирования занятости трудоспособного женского населения. В результате запланированное на октябрь 2019 г. повышение ставки налога на потребление с нынешних 8% до 10% с большой степенью вероятности будет сопровождаться не сокращением дефицита бюджета, как это предполагалось ранее, а дополнительным увеличением расходов.

Есть основания полагать, что это обстоятельство будет способствовать активизации ценовой динамики и повышению фоновых значений инфляции до целевых уровней в перспективе 3-5 лет. И хотя положение о том, что сама возможность активизации экономической динамики тесно завязана на восстановление нормальных уровней инфляции, в последнее время формулируется уже не столь жестко, умеренно проинфляционная политика профильных ведомств, несомненно, будет продолжена, равно как будет продолжен и поиск новых, более эффективных инструментов такой политики с учетом внутренних и международных реалий.

⁵⁰⁸ По методологии, используемой МВФ для международных сопоставлений, соответствующий показатель для Японии на 2016 г. составляет приблизительно 240%. В документах, использующих расчеты японского министерства финансов, исключаящие из госдолга ряд обязательств, фигурирует показатель, близкий к 190% (см.: <http://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/h29chuuchouki1.pdf>).

⁵⁰⁹ For Japan's economy, now is the time to raise sales tax, tackle debt, says business lobby // The Japan Times. 2017. August 25.

Глава 17. Экономический рост и инфляция в Индии

Связь между экономическим ростом и инфляцией определенно существует. Однако процессы эти сопрягаются по-разному и формопроявления их комплементарности в конечном счете определяются степенью зрелости самой хозяйственной системы, ее «историческим» опытом, социально-политическим контекстом функционирования/бытования и другими факторами. Нахождение для Индии системы координат в мировом «пространстве» роста и инфляции требует соотнесения «своеобычия» этой страны с закономерностями и особенностями данных явлений в странах – лидерах мировой экономики.

Рост и инфляция в свете мирового опыта

Влиятельные экономисты на Западе, полемизируя с «монетаристами», сторонниками *новой политической экономики*, неизменно подчеркивают: тамошние финансовые системы имманентно подвержены круговоротам спекулятивных операций, которые, в своей кульминационной точке, заканчиваются кризисами. Согласно подобной логике, статистические модели, опирающиеся на «богословие» математических уравнений, не в состоянии объяснить структурные изменения и сдвиги в поведении экономики и финансовых систем. К числу корифеев, полагающих необходимыми стабилизационные инструменты и механизмы для «врожденно» неустойчивой экономики, можно отнести Х. Мински, Ч. Киндльбергера, Дж. Стиглица, П. Кругмана, А. Калецки и других известных западных авторов.

В свое время Хайман Мински проницательно подметил: программа развития/реформ непременно должна – в качестве *интеллектуального* контекста – включать в себя понимание истории общества, «теоретических» основ его эволюции, наконец, особенностей его «институционального» (взятого в диалектическом единстве экономики и политики – А.В.) движения вперед⁵¹⁰ [1]. Автор полагает: финансовая неустойчивость (частью которой выступает инфляция) стала *качественной* характеристикой капиталистического хозяйства, обладающего сложно-разветвленной системой институтов. «Эре относительного спокойствия» (1952-1966 гг.), отмеченной «слабой и эпизодической» инфляцией, пришел на смену период, когда инфляционные процессы приобрели «жесткий» и «циклический» характер. Смягчения инфляционного давления на экономику в период рецессий 1974-75 и 1981-82 гг. (и предотвращения депрессии) удалось достичь с помощью институтов государственного регулирования⁵¹¹.

Дисциплинирующие действия «сверху», оказываемые на различные группы общества, были необходимы и на более ранних этапах человеческой эволюции. Так, Ч. Киндльбергер и Р. Алибер обратили внимание на описание повседневной жизни в Западной Европе XV-XVIII веков, данное родоначальником научной глобалистики Фернаном Броделем: уже тогда понятия «сумасшествие» и «страсть» срослись с такими формопроявлениями экономического поведения, как потребление, стиль верхней одежды, приобретение земли, а равно и стремление к знаниям. Авторы обращают внимание на «иррациональные» формы поведения рынков, которые, в свою очередь, поощряют инфляционные ожидания и соответствующие им модели поведения⁵¹². Ч. Киндльбергер обратил также внимание (на примере Веймарской республики в остродраматический момент ее существования) на важность *неэкономических* факторов подавления инфляции. Так, в 1922 г. во всей германской

⁵¹⁰ Minsky H.P. Stabilizing an Unstable Economy. – N.Y. & L.: McGraw Hill, 2008.

⁵¹¹ Ibid. P. 283-316.

⁵¹² Kindleberger Ch.P., R.Z. Aliber. Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises. Sixth Edition. – L.: Palgrave Macmillan, 2011. P. 41-53.

элите не нашлось личности, способной – благодаря своему авторитету в обществе – возвыситься над «секционными» интересами различных социально-политических сил с единственной целью: сформировать «консенсусный» бюджет страны⁵¹³.

В сущности сама Веймарская республика была заметным отступлением от идей и практик «организованного капитализма», обеспечивавших форсированный экономический рост Германии после первого объединения страны в 1871 г. «Высокая индустриализация» (или «вторая фаза» модернизации), определявшая жизненный тонус германской экономики в 1870-х – начале 1900-х годов (то есть до начала Первой мировой войны), согласно представлению авторитетного американского специалиста по экономической истории этой страны Ричарда Тилли, включала в себя следующие «осевые» элементы: «политическую» поддержку переживавшему тогда кризис сельскому хозяйству («периферийной» части хозяйственной системы) с целью решить проблемы продовольственной безопасности; усиление начал *интервенционизма* в экономическом курсе государства (и, соответственно, упадок влияния *экономического либерализма*), ориентированное на *смягчение* последствий рыночной конкуренции для менее обеспеченных слоев населения (в частности, введение системы социального страхования); стимулирование «политики знаний» как фактора роста производства; преимущественное развитие крупных промышленных предприятий⁵¹⁴. Помимо стимулирования экономического роста, государство и ассоциированные с ним институты были вынуждены реагировать на смещение «оси» экономического развития страны в западные и центральные земли Германии.

Иными словами, включенная в «состязательные» процессы с другими странами, прежде всего Великобританией, Германия, как общество «позднего старта», самой логикой своего исторического развития была вынуждена избегать (или по возможности – ослаблять) действия факторов, способных подорвать социальное положение массовых групп с невысокими и *фиксированными* доходами. Противодействие инфляции входило в число приоритетных политических задач. (Невозможность справиться с инфляционными «шоками», как показал опыт Веймарской республики, имела следствием фундаментальные изменения в системе политических институтов Германии.)

Контроль над инфляционными процессами, способными разрушить все еще хрупкие структуры современного общества, был характерен для исторического развития и такой страны «позднего старта», как Италия, на этапе становления единого государства. Показательно, что наличие *стабильной финансовой ситуации*, наряду с поступательным развитием сельского хозяйства (для индийской темы сюжет положительного аграрного «фона» имеет особое значение) и благоприятной международной обстановкой, имело определяющее значение для экономического подъема 1896-1913 гг., отличавшегося как более высокими темпами роста, так и заметно возросшей «упругостью» и «пластичностью» самой модели развития Италии, чем это имело место при аналогичных процессах 1879-1888 гг. Немаловажную роль в динамизации экономического роста в Италии в конце XIX – начале XX веков сыграл и фактор иностранных инвестиций: освоившие внутригерманский рынок крупные немецкие банки стали важными «агентами» индустриализации на Апеннинах⁵¹⁵.

Можно сказать: жесткий контроль над финансовой ситуацией (включая динамику инфляционных процессов) был вообще характерен для обществ «позднего

⁵¹³ Kindleberger Ch.P. World Economic Primacy: 1500 to 1990. – N.Y. & Oxford: Oxford University Press, 1996. P. 162.

⁵¹⁴ Patterns of European Industrialization. The Nineteenth Century. – L. & N.Y.: Routledge, 1992. P. 179-180.

⁵¹⁵ Ibid. P. 212-213.

старта». Россия, в принципе, подчинялась данной закономерности развития. Классики экономической истории, начиная с А. Гершенкрона, отмечали: с конца XIX века («спурты» 1896-1900 и 1907-1913 гг.) российские предприятия начинали обретать большую самостоятельность от государственного (правительственного) контроля, а финансовая система, в силу логики индустриально-капиталистического развития, начинала исполнять некоторые функции, ранее бывшие исключительной прерогативой государства. «Столыпинская» аграрная реформа 1906-1910 гг. частично достигла цели укрепления взаимодействия между промышленностью и сельским хозяйством. Некоторые западные авторы склонны считать, что траектория российской модернизации постепенно сближалась с германской⁵¹⁶.

Однако для России в значительно большей степени, чем для Германии, была характерна роль государства как движущей силы модернизации. Лидирующая позиция государственных институтов, прежде всего министерства финансов, проявилась, в частности, в активном строительстве железных дорог, энергичной экспансии системы образования, осторожном подходе к идее внешних финансовых заимствований (опиравшихся на отмененный «послужной список» государства) и т.д. Важным элементом экономического подъема России конца XIX – начала XX веков было наличие «жесткой монетарной системы» и функционировавших согласно заведенным правилам финансовых институтов⁵¹⁷.

Направляемая государством модернизация российского общества оказалась относительно успешной: прирост промышленного производства за десятилетие 1904-1913 гг. составил 88%. (И этот период включал в себя «турбулентность» революции 1905-1907 гг.) Таможенное покровительство дополнялось привлечением в Россию иностранного капитала, поскольку внутренний денежный рынок, несмотря на его внушительное развитие в конце XIX – начале XX веков, был не готов полностью обслуживать нужды промышленности в финансировании. Важно еще раз отметить, что необходимым условием и привлечения иностранного капитала, и развития внутреннего кредита являлось упрочение курса рубля, что составляло важную цель финансовой политики В.Н. Коковцова (министр финансов 1904-1905 и 1906-1914 гг., председатель Совмина Российской империи в 1911-1914 гг.), которая была в основном достигнута к концу 1907 г.⁵¹⁸ В конце XIX – начале XX веков Россия рассматривалась как пространство неограниченных возможностей, но также – как рынок, действия на котором сопряжены со значительным риском.

Таким образом, на государство в России *исторически* была возложена двуединая задача: 1) создать адекватные финансовые условия для форсированного экономического роста, имеющего целью ликвидировать (либо максимально сократить) лаг развития между Империей и Западной Европой, наглядно проявившийся в ходе Крымской войны; 2) стимулировать своей политикой формирование современных форм предпринимательства, по *объективным* причинам не сложившегося в стране. Возмещение этатистской интервенцией слабо выраженных признаков индустриально-капиталистической деятельности оказалось еще более насущным (точнее, безальтернативным) в обществах «третьей волны» модернизации, включая Индию.

Постколониальная Индия: логика «направляемого» развития

Завоевание Индией государственного суверенитета поставило самостоятельную (и притом главную) задачу разработки форм и способов ускорения

⁵¹⁶ Ibid. P. 250.

⁵¹⁷ Crisp O. Studies in the Russian Economy. – L.: Macmillan, 1976. P. 30.

⁵¹⁸ Шепелев Л.Е. Царизм и буржуазия в 1904-1914 гг. Проблемы торгово-промышленной политики. – Л.: Наука, 1987. С. 254, 258.

ее экономического (а равно социального и культурного) развития, а также методов управления общественными процессами. Хорошо известно: среди развивающихся стран (или «переходных обществ») Индия заметно выделяется особо сложным соотношением элементов, составляющих ее стратегию развития, как и спецификой распределения результатов экономического прогресса. На экономические процессы в стране по-прежнему влияют такие факторы, как специфическая социальная организация общества, *синкретически* сопрягающая современное профессионально-классовое деление и такие «традиционные» институциональные объединения, как каста и сельская община; по-своему на экономику влияют и конфессиональная принадлежность населения, его сложный национально-этнический состав и т.п.

Важным элементом воспроизводства экономики Индии стала *стратегия развития* страны, или «курс Неру». «Курсом Неру» принято называть взаимодействующие друг с другом «национальные проекты» (экономические, политические, социально-культурные), воздействие которых на индийский социум имело (и имеет) следствием и ускорение развития общества, и трансформации его внутренней организации, включая традиционные институты.

Экономический рост и развитие оказались реальностью и вследствие деятельности высококвалифицированной прослойки профессионалов государственного управления («рациональной бюрократии»), способной решать сложные задачи, стоящие перед Индией. Государственный аппарат независимой Индии, в свое время выпестованный Британским Раджем (Индийская гражданская служба – Indian Civil Service), сыграл историческую роль (наряду с Индийским национальным конгрессом – ИНК) в сохранении единства и территориальной целостности страны. По меньшей мере три обстоятельства предопределили действенность Индийской административной службы («легитимной» преемницы Индийской гражданской службы) как стабилизатора, интегратора и модернизатора общества.

Первое: постепенная «индианизация» государственного административного аппарата, завершившаяся в конце 1930-х годов (то есть до завоевания суверенитета), облегчила достижение Индией независимости в алгоритме *эволюционного* развития.

Второе: соревновательный характер рекрутирования кадров в административную элиту имел следствием повышение эффективности государственного аппарата. Последний рассматривался политической элитой Индии как одна из заглавных движущих сил индустриализации, урбанизации, аграрных преобразований и культурной революции. Долгое время индийская бюрократия рекрутировалась из традиционных «пандитских»/брахманских каст, не имевших непосредственных контактов со сферами торговли и промышленности; эти общности, по большей части, испытывали недоверие к частнопредпринимательской деятельности. И это было одной из причин (социально-культурной), предопределявших «автономию» государства и его институтов в социально-экономических процессах⁵¹⁹.

Третье: в Индии «государство развития» изначально действовало в общественной среде, где численно и пространственно преобладали *традиционные* (до- и раннеиндустриальные) уклады, воспроизводившие адекватные формы сознания и поведения. Императив форсированных преобразований «стационарной» действительности требовал постоянной интервенции государства в экономические процессы. Своеобразным интеллектуальным «генштабом» такого рода деятельности

⁵¹⁹ Sen A. The State, Industrialization and Class Formations in India: A Neomarxist Perspective on Colonialism, Underdevelopment and Development. – L.: Routledge a. Kegan Paul, 1982. P. 136.

до недавнего времени была Плановая комиссия Индии (а ее председателем неизменно являлся премьер-министр страны). И если в период становления капитализма в Европе (в частности, во Франции и Германии) автономия государства от основных социально-политических сил имела *временный* характер, то в постколониальной Индии устойчивой социальной и идейно-психологической основой ведущей роли государства (несмотря на наличие 300-миллионного среднего класса – А.В.) выступает «классово»/профессионально неорганизованное крестьянство, жизнедеятельность которого все еще стеснена условиями медленно разлагающегося *традиционного* общества.

Понятно, что государство остается центральным элементом *стратегии развития* независимой Индии, тогда как сама эта стратегия испытывает на себе противоречия экономических и политических аспектов ее «бытия». Так, еще в 1970-е годы американский исследователь Л. Вейт усматривал «рассогласованность» экономических и политических компонентов стратегии развития, которая периодически имела следствием обострение кризисов общества. Одним из таких кризисов было остродраматическое развитие ситуации в ряде многонаселенных северных и центральных штатов Индии в середине 1970-х годов. Показательно, что ударную силу движения (которое тогда нарекли «тотальной революцией») составили группы городского населения с *фиксированными* доходами (не в последнюю очередь – молодежь), политически наэлектризованные инфляцией и ростом цен в 1974-1975 гг. Развитие данного кризиса было предотвращено введением чрезвычайного положения (1975-1977 гг.), одной из главных экономических мер которого было установление жесткого контроля над ценами на товары первой необходимости, а также подавление инфляции. Американский автор пытается рассматривать остродраматические события 1974-1975 гг. в широкой перспективе соотношения целей и средств их осуществления. По мнению Л. Вейта, стратегия экономического развития Индии изначально строилась на директивных, *мобилизационных* началах форсированной индустриализации и направляемого из Дели процесса планирования, тогда как в основе деятельности политических институтов, по определению, лежали принципы социального компромисса. «Приложение правовых (то есть консенсусно-компромиссных – А.В.) принципов к экономической политике нередко препятствовало быстрым переменам и, таким образом, синхронно совмещало социальную стабильность и экономическую стагнацию». Однако, развивая свою мысль автор, форсированной модернизации скорее соответствуют *директивные* начала политического руководства⁵²⁰.

Противоречие между целеполаганием модернизации и формой его осуществления заметно и другим авторам. Так, известный индийский социолог Р. Котхари полагал, что комплексная стратегия экономического развития Индии осуществлялась по следующим взаимосвязанным направлениям: 1) интеграции неоднородной/гетерогенной социальной и национально-этнической структуры; 2) экономического роста, имеющего целью повысить жизненный уровень массовых слоев населения и – тем самым – амортизировать возникающие в процессе модернизации конфликты различного происхождения («шоки модернизации»); 3) достижения максимально равномерного распределения национального дохода; 4) ненасильственного преобразования социальной структуры, в которой глубоко укоренилась *статусная* (сословно-кастовая) иерархия, сердцевина которой – концентрация экономической и политической власти в руках ограниченной прослойки лиц, то есть «традиционной» элиты⁵²¹. (Впоследствии, во второй

⁵²⁰ Veit L.A. India's Second Revolution: the Dimensions of Development. – N.Y.: McGraw-Hill, 1976. P. 20.

⁵²¹ Kothari R. Democratic Polity and Social Change in India: Crisis and Opportunities. – Bombay: Allied Publishers, 1976. P. 8.

половине 1970-х годов, Р. Котхари занял видное положение в Плановой комиссии Индии, однако из-за своих бескомпромиссных «народнических» взглядов был вынужден вскоре покинуть это солидное учреждение.)

Р. Котхари и другие индийские авторы неоднократно подчеркивали неразрывность экономики и *открытого политического процесса*. Чрезмерная концентрация экономической и политической власти, полагал Р. Котхари, перекрывает ее коммуникации с гражданским обществом: «Поскольку процесс развития не контролируется нормами демократии... постольку [в стране] формируется правящая элита, не связанная с чаяниями общества и действующая в ущерб интересам основной массы граждан»⁵²². Некоторое время спустя, анализируя линию поведения правящих кругов Индии конца 1970-х – начала 1980-х годов, Р. Котхари пришел к «нетривиальному» заключению, что данная стратегия вызовет неизбежные сдвиги во внутренней политике Индии и может иметь следствием утрату, как принято говорить нынче, «стратегической автономии» в отношениях с Западом: «Иначе и быть не может. Политика, потерявшая автономию к другим (социально-политическим – А.В.) интересам внутри страны, обречена на зависимость по отношению к внешним силам»⁵²³.

Экономисты либерального направления традиционно критикуют долгое время правивший страной Национальный конгресс за невысокие темпы экономического роста, которые якобы были «фирменным знаком» при «курсе Неру». (Одним из наиболее ярких и последовательных выразителей такой точки зрения является П.Ш. Джха⁵²⁴.) Однако сознательное, на мой взгляд, «подмораживание» экономического роста в первые десятилетия после завоевания суверенитета преследовало как минимум *две цели стратегического* (для развития индийского государства) характера. *Первое*: «управление» экономическим ростом (невольно возникает ассоциация с «осторожной» политикой В.Н. Коковцова в дореволюционной России) было направлено на удержание под жестким *этатистским* контролем инфляционных процессов, грозивших, при их «свободном», бесконтрольном развитии в прямом смысле «похоронить» взлелеянную движением за суверенитет идею Индии как единого государства⁵²⁵. *Второе*: «торможение» экономического роста было одновременно стремлением – силами и институтами государственного курса – опережающими темпами развивать низшие и средние предпринимательские слои и группы, что, разумеется, вызывало недовольство крупных предпринимателей, то есть верхнего слоя частнокорпоративного сектора. Проводя *этатистскую* политику (или строя «общество социалистического образца»), индийские власти постоянно помнили о том, что «Индийская демократия изначально была западной либеральной иллюзией, но не социально-экономической реальностью. Индийские представительные

⁵²² Kothari R. Democratic Polity and Social Change in India: Crisis and Opportunities. P. 21.

⁵²³ Kothari R. A fragmented nation // Seminar, New Delhi. 1983. No.281. P. 27. Слова видного обществоведа, как показали последующие события и процессы в стране, оказались *пророческими*: в настоящее время развернулась, активно вовлекая в свой круговорот, жесткая дискуссия о необходимости сохранения Индией своей традиционной «стратегической автономии» в мировом пространстве. Показательно, что в этот дискурс вовлечены политики и общественность различных идейных направлений: и «левые», и «правые», и «центр».

⁵²⁴ Jha P.Sh. India: A Political Economy of Stagnation. – Bombay: Oxford University Press, 1980; Jha P.Sh. India and China. The Battle between Soft and Hard Power. – New Delhi: Penguin-Viking, 2010.

⁵²⁵ С разделением Индостана на Индию и Пакистан еще до 1947 г. согласились практически все ведущие общественные силы и политики за исключением Махатмы Ганди. Горькая ирония истории состояла в том, что вскоре после завоевания независимости сам М. Ганди пал жертвой *индусских* экстремистов/коммуналистов.

учреждения ... изначально были не более чем форумом для эксплуататорских элитных групп»⁵²⁶.

В 1970-е годы, ставшие определенным водоразделом в социально-политическом развитии Индии, системе институтов государства не могли бросить вызов ни апатичное и инертное крестьянство (скованное к тому же отношениями зависимости внутри традиционной институциональной иерархии кастового происхождения), ни численно незначительный, продолжавший оставаться в тенетах «доиндустриальной» психологии и сознания рабочий класс. Реальная угроза политической системе страны исходила от гетерогенного социального образования, включавшего в себя безработных, молодежь (включая обладателей дипломов университетов и других вузов), маргиналов, так и не абсорбированных – экономически и культурно – городской средой. В то время разрастание данного весьма неоднородного слоя происходило столь стремительно, что сформированная в Индии структура власти могла распасться: либо под давлением собственной «внутренней массы», либо вследствие обострения противоречий, внутренне присущих самому этому «композитному» социальному образованию.

Усиление инфляционных процессов происходило под воздействием как внутреннего кризиса начала – середины 1970-х годов (в котором аграрная «составляющая» имела существенное значение), так и разрушительных процессов, частично связанных с последствием мирового энергетического кризиса и первого «нефтяного шока» 1973-1974 гг., болезненно затронувших индийскую экономику. Рост цен, в том числе на предметы повседневного спроса, болезненно отразился на уровне жизни не только самодеятельного населения с *фиксированными* доходами, но и – в еще большей степени – на материальном положении той социально многоликой общности, которая за годы независимости сформировалась под влиянием урбанизации (далеко не всегда связанной с процессами индустриализации). Совокупность негативных социально-экономических процессов подтолкнула складывание *конгломеративной* общности, *массы-агрегата*, которая вскоре стала ударной силой движения (лишенного, как отмечали исследователи тех событий, сколько-нибудь реального социально-экономического содержания) под руководством известного деятеля национального движения за суверенитет Джайпракаша Нарайяна (1902-1979). Руководимое Дж. Нарайяном движение получило название «тотальной революции». Сам «лок найяк» («народный вождь») призвал к массовому гражданскому неповиновению, неуплате налогов и к развертыванию «максимально широкого» общественного движения с целью отстранения от власти центрального правительства во главе с Индирой Ганди. В ответ на развертывание «тотальной революции» было введено *чрезвычайное положение* (26 июня 1975 г.).

Одной из целей чрезвычайного положения было подавление инфляции (в том числе за счет замораживания розничных цен). Видимо, умелые действия И. Ганди и ее соратников из правящего Индийского национального конгресса, акцентировавших необходимость нормализации финансово-экономической ситуации, предопределили относительно «спокойную» реакцию индийского общества на введение чрезвычайного положения (впервые в истории страны). При ретроспективном анализе обнаруживается, что: 1) продолжение «тотальной революции» могло бы иметь следствием неконтролируемое развертывание финансово-экономического кризиса (включая инфляционные процессы) с реальной перспективой резкого ухудшения положения среднего класса – опоры политической системы Индии; 2) противоречия, имевшие следствием «тотальную революцию», стали

⁵²⁶ Masani Z. Indira Gandhi: A Biography. – N.Y.: Crowell, 1976. P. 319.

своеобразным «итогом» форсированного капиталистического развития страны, выявившего обострение социально-экономических и региональных дисбалансов: отнюдь не случайно ареалом наибольшей интенсивности «тотальной революции» стали густонаселенные депрессивные штаты северной и центральной Индии.

Однако наличие социально-экономических и межрегиональных диспаритетов может рассматриваться как *одна* из причин периодического ускорения инфляционных процессов. Существует точка зрения, согласно которой инфляционные процессы постоянно подпитываются *социальной инженерией*, являющейся интегральной частью государственного курса Индии. Конкретно речь идет о стимулируемом государством росте социальной общности, состав которой образуют ориентированные на рынок землевладельцы, мелкие собственники в городах, то есть производители, торговцы и *самостоятельные хозяева*, находящиеся на различных стадиях трансформации в слой мелкой и средней буржуазии, со всей ее индийской «спецификой».

В советской востоковедной науке данная полисоциальная группа именовалась, надо признать, весьма расплывчато – *средние слои городского общества*. В индийской экономической литературе за этой общностью утвердилась несколько иная дефиниция – «промежуточные классы»⁵²⁷. Согласно представлениям сторонников парадигмы «промежуточных классов», структурные кризисы в Индии (включая обострение инфляционной проблематики) – это неизбежное следствие кумулятивного действия *собственно* экономических факторов, с одной стороны, и постоянных сдвигов в распределении (и перераспределении) политической власти, отражающих последовательную смену режимов хозяйственного роста, начиная с конца 1960-х годов. Политика сознательного стимулирования роста низших и средних предпринимательских групп имела одним из неизбежных последствий периодические кризисы *индийской модели развития*, частными проявлениями которой становились расширявшиеся социальные границы «параллельной экономики», обраставшей собственными структурами производства, накопления, капиталовложений и потребления.

В сущности, речь идет о целенаправленном формировании *среднего класса* (в настоящее время его численность составляет около 300 млн. человек). Экономической основой такого рода политики были следующие направления: 1) мобилизация государством значительной части национальных ресурсов в помощь различным подразделениям обретавшего социальную «почву» среднего класса, в частности, облегчение условий *сосуществования* с верхним слоем частного корпоративного сектора; 2) политически мотивированное развитие предприятий государственного сектора (как важная часть курса на импортозамещение), объективно расширявшее возможности приложения своих способностей для молодежных демографических когорт среднего класса; 3) аграрные преобразования, в ходе которых происходит «капитализация» деятельности (расширенное воспроизводство, работающее на региональный и общенациональный рынки) как традиционных эксплуататорских групп (включая торгово-ростовщический капитал), так и индийского кулачества (дефиниция, принятая как в отечественной, так и в зарубежной индологии), все более становящегося сельскими буржуа – и по образу мысли и жизни, и по стилю бытового и общественного поведения. Понятно, что средний класс представляет собой общность с различными экономическими и политическими интересами⁵²⁸.

Целесообразно вспомнить: государство укрепляло общественные позиции растущего среднего класса и силой волевых методов. Так, в 1969 г. были

⁵²⁷ Jha P.Sh. India: A Political Economy of Stagnation. – Bombay: Oxford University Press, 1980.

⁵²⁸ Ibid. P. 101.

национализированы 14 частных банков, а их активы и институциональные ресурсы были направлены на укрепление экономических позиций мелких и средних предпринимателей, наиболее многочисленной и жаждавшей поддержки государства группы индийских *избирателей*.

Можно также предположить, что введение чрезвычайного положения (1975-1977 гг.) в качестве одной из задач преследовало цель консолидировать средний класс в условиях начавшейся стагнации экономики, интенсифицировавшейся инфляции, уменьшившихся (или как минимум не увеличивавшихся) трудо- и капиталоемких «емкостей» организованного сектора промышленности, нараставшего забастовочного движения и становившихся все более непримиримыми по отношению к центральным властям студенческих беспорядков.

Понятно, что введение чрезвычайного положения было, по преимуществу, реакцией на конфликты внутри элитных групп/имущих слоев индийского общества: система представительной демократии к середине 1970-х годов оказалась временно неспособной отражать весь спектр экономических и социальных интересов различных подразделений внутри активно растущего среднего класса. К слову сказать, подавление инфляции и установление жестких рамок экономического поведения для «спекулятивных элементов» были если и не главными, то наиболее доходчивыми для широких слоев населения мотивами введения чрезвычайного положения в стране. Далее, опасение основной части среднего класса за сохранность своих позиций в обществе в случае дальнейшей эскалации политического кризиса предопределило слабое сопротивление введению чрезвычайного положения со стороны основных оппозиционных партий. Более того, некоторые влиятельные лидеры оппозиционного лагеря упрекали Дж. Нараяна и примкнувших к нему политиков за то, что в своей антиконгрессистской деятельности они якобы зашли «слишком далеко»⁵²⁹.

Консолидация среднего класса (то есть его основных сегментов), как показал опыт чрезвычайного положения, возможна в экстремальных условиях и на относительно непродолжительный период. Однако, отмечают экономисты и социологи, консолидация *должна* предполагать продуманную *стратегию коллективных действий*. В свою очередь, эффективные коллективные действия возможны лишь при условии *интегрированного* качества элит. В то же время индийские элиты отражают собой фрагментированный характер самого общества, более неоднородного, чем социумы большинства развивающихся стран. Среди различий принято выделять: лингвистические, конфессиональные, кластерно-кастовые, этнические и т.п. В итоге коллективные действия неминуемо должны «пройти» два этапа; 1) достижение согласия относительно *цели* действий и 2) сопряжение позиций элитных групп по конкретным *методам* получения желаемого результата.

Трудности при реализации необходимых обществу инициатив возникают довольно часто, в том числе в таких «центральных» для развития общества секторах хозяйства, как: энергетика, дорожное строительство, развитие транспорта, обеспечение регионов телекоммуникациями, модернизация портов, совершенствование ирригационных систем и т.п. Осовременивание инфраструктуры, «ахиллесовой пяты» индийской экономики, *теоретически* является полем консенсуса для элит – национальной и региональных. Однако на этапе реализации стратегического замысла возникают противоречия между региональными властями, которые подпитываются такими факторами, как

⁵²⁹ Ibid. P. 168-169.

естественная ограниченность финансовых ресурсов и/или невозможность скорой фондоотдачи инфраструктурных проектов.

В последние два десятилетия сформировавшееся в предыдущий период социальное равновесие между предпринимательскими слоями (внутри которых сохраняется дифференциация по уровню доходов, объему производства, свободе доступа на национальный/региональный рынок и т.д.), служащими («салариатом», как иногда называют данное социо-структурное образование экономисты) и аграрной буржуазией (на различных стадиях ее классового конституирования) начинает смещаться в сторону первой группы, чему правящая элита, видимо, не препятствует. Центральным элементом консенсуса в сфере государственного управления, полагает один из наиболее авторитетных современных экономистов Пранаб Бардхан, остается императив «макроэкономической стабильности как предпосылки экономического роста. И если контроль над инфляцией остается сердцевинной повестки дня [жизнедеятельности] общества, другие факторы рыночных преобразований – реформы рынка труда, землепользования, энергетической отрасли и проч. – не встречают единодушного одобрения, как и проблемы финансовых субсидий и материальной поддержки новоконституирующихся социальных групп»⁵³⁰.

В самом деле, приобретающие год от года все большее политическое значение (прежде всего как *избиратели*) некогда ущербные группы общества (прежде всего в штатах) начинают все активнее заявлять о своих претензиях *материального* характера. Наиболее осязаемым политическим результатом данного процесса стало быстрое самоутверждение региональных и субрегиональных партий, за которые на парламентских выборах 2014 г. проголосовало около 37% избирателей (то есть больше чем за правящую Бхаратия Джаната Парти – БДП). От «благосклонности» этих «партикуляристских» партий все сильнее зависит центральное правительство в Дели. Перед федеральными властями как никогда прежде встала сложнейшая задача: не подрывая основы макроэкономической стабильности (то есть сохраняя в нетронутом виде курс на максимальное ограничение инфляции), интегрировать в систему политических институтов новые, причем весьма многочисленные, группы населения. Решение этой задачи видится в форсировании экономического роста, не сопровождаемого инфляцией, угрожающей спокойствию общества.

Политическая ситуация, влияющая на формирование экономического курса государства в Индии, противоречива. С одной стороны, *множественность* групп интересов в штатах, действующих исходя из своих «эгоистических» побуждений, ударяясь о борт «корабля» штатовской политики, определенно мешают формированию согласованного и сбалансированного экономического курса. С другой стороны, власти штатов в условиях «борьбы всех против всех» получают известную свободу политического маневрирования, а значит, и возможного выбора определенной стратегии экономического развития. Поэтому власти штатов (особенно успешно развивающихся: Махараштры, Тамилнаду, Гуджарата, Пенджаба и т.д.) сохраняют «инструменты» воздействия на промышленную политику в регионах – посредством контроля над землепользованием, водоснабжением, подачей электричества, а также за счет регулирования трудовых отношений и собственной экологической политики. Несмотря на различие интересов федерального центра и штатов, то тут, то там приобретающих *открытый* характер, национальную и региональные элиты объединяет политический императив – совместное поддержание макроэкономической стабильности и подавление

⁵³⁰ Bardhan P. *Awakening Giants, Feet of Clay. Assessing the Economic Rise of China and India.* – Princeton & Oxford: Princeton University Press, 2010. P. 135.

инфляционных процессов⁵³¹. Политическую подоплеку такого рода негласного «конкордата» П. Бардхан описывает следующим образом: в Индии недовольство избирателей ухудшением условий своего социально-экономического бытия концентрированно проявляется в «высокой чувствительности к проблемам инфляции. В обществе бытует мнение: двузначные показатели инфляции *политически нетерпимы* (курсив мой – А.В.), поэтому политики как класс поддерживают консервативную монетарную, а иногда – даже финансовую политику, дабы избежать беды. Беднота вообще склонна возлагать на правительство ответственность за инфляцию и считает необходимой ее подавление даже ценой сокращения бюджетных программ развития инфраструктуры и социальной политики, способных в перспективе улучшить положение неимущих...»⁵³².

Естественным продолжением реакции массовых слоев населения на экономическую политику центрального правительства можно считать отношение рядовых индийцев к характеру осуществляемых в стране преобразований. Так, исследование умонастроений индийцев в начале 2004 г. показало: более 2/3 опрошенных полагали, что экономическая реформа («реформа Манмохана Сингха») осуществляется в интересах состоятельных слоев населения либо вообще не служит целям общества⁵³³. Поэтому реакция основной части индийского социума на преобразования имеет *фрагментированный* характер. Иными словами, в нижних сегментах социальной структуры ищут противовес «реформам для богатых» в мелких региональных и субрегиональных партиях (что имеет объективным следствием дальнейшее *дробление* партийно-политической системы Индии и самого экономического процесса), тогда как «верхи» предпочитают рассуждать о необходимости ослабления государственного «надзора» за экономикой⁵³⁴. В то же время правящие круги Индии начинают сознавать: имущественное неравенство выступает одним из главных «блокираторов» социальной и экономической мобильности в обществе, сдерживает развитие его созидательного потенциала.

Понятно, что индийская «мегаэкономика» – это сложнейшая общественная система, поступательная инерция движения которой напрямую зависит от тщательно выверенной *стратегии* развития, строящейся с учетом интересов основных сил всего социума. Действенность политики преобразований (важными, но частными случаями которой выступают как макроэкономическая стабильность, так и регулирование инфляции) в конечной «инстанции» определяется способностью руководителей оперативно видоизменять акценты процесса развития, не стесняясь подстраиваться к складывающейся расстановке социально-политических сил и, если потребуется, отказываться от не оправдавших себя схем и подходов. Словом, для правящих кругов инстинкт самосохранения должен иметь статус «безусловного рефлекса». И индийской властвующей элите пока удастся (за исключением начала и середины 1970-х годов) удерживать инфляционные процессы в терпимых для общества пределах.

Инфляция: стимулятор или блокиратор роста?

Статистика показывает: темпы экономического роста Индии на «отрезке» 1961-1975 гг. составляли (в годовом исчислении) 3,56%, за чуть более продолжительный период, то есть 1961-1980 гг. – 3,48%. В то же время

⁵³¹ Показательно, что в 1960-е – 1980-е годы вмешательство Дели в политические процессы в штатах (через институт президентского правления) нередко обосновывалось необходимостью «нормализовать» экономические процессы – вообще, финансовую ситуацию – в частности.

⁵³² Bardhan P. Op. cit. P. 149.

⁵³³ Ibid. P. 132.

⁵³⁴ Getting India Back on Track. An Action Agenda for Reform. – Gurgaon: Random House India, 2014.

экономический рост на этапе 1976-2000 гг. был более энергичным – около 5%, тогда как за двадцатилетие 1981-2000 гг. рост стал еще более интенсивным, составив 5,45%⁵³⁵. Повышение темпов роста было связано со *сменой политического курса*, то есть с «реформой Манмохана Сингха» (1991 г.). Однако к данному сюжету мы вернемся, а сейчас отметим: темпы экономического роста в Индии были значительно ниже, чем в «компактных» экономиках Дальнего Востока, однако в стране под воздействием социально-экономической политики был создан *средний класс*, который и стал главным «заказчиком» и «исполнителем» последующих преобразований. В каких взаимоотношениях находились инфляция и становление среднего класса?

Становление среднего класса в Индии, как уже отмечалось, происходило в процессе реализации модели экономического роста. Модель эта, как в свое время отмечал А.Е. Грановский, имеет «специфический характер»: «Сущность этой модели, – развивает свою мысль видный советский экономист-индолог, – состояла в *диспропорциональном опережающем* (курсив мой – А.В.) росте крупного капиталистического производства, особенно инфраструктуры и тяжелой промышленности, до тех пор, пока малодинамичность низших форм производства не оказалась непреодолимым препятствием на пути этого роста (по сути дела, речь идет об имманентной дезинтеграции хозяйственного механизма Индии, сложившейся в *доколониальный* период – А.В.). Затем наступил этап «подтягивания» мелкого производства, прежде всего в сельском хозяйстве, к достигнутому уровню развития современных капиталистических форм»⁵³⁶. Видимо неравномерность становления стадияльно различных капиталистических укладов в экономике порождала, несмотря на сознательные и компетентные усилия центральных и штатовских властей, инфляционные процессы в «направляемой» индийской экономике.

В среде оппозиции – и первой силой, открыто выдвинувшей данную идею, была созданная в 1959 г. партия «Сватантра» – высказывалось мнение о *де-этатизации* подхода властей к проблемам экономики, о большем доверии «силам спроса и предложения», об освобождении цен из-под контроля государства и, наконец, о постепенном *демонтаже* государственного сектора. Такова была крайняя точка зрения на средства борьбы с инфляцией, которую верхний слой частнокорпоративного сектора открыто высказывать не мог прежде всего по *политическим* соображениям. Действительность подтвердила нежизнеспособность «рыночной альтернативы» компромиссному курсу Конгресса. На парламентских выборах 1971 г. «Сватантра» и ее ближайшие союзники канули в политическое небытие.

Строго говоря, правящие круги Индии никогда не были склонны к крайностям – как правого (монетаризм, теории «рыночного решения»), так и левого (тотальное огосударствление экономики) свойства. Так, во время «азиатского финансового кризиса» (1997-1998 гг.) близкий к правительственным кругам индийский экономист Дипак Найяр отмечал: «Малайзия не последовала ортодоксальным предписаниям (МВФ и Всемирного банка – А.В.). Вместо этого Малайзия ввела контроль над движением капиталов. Возможно именно поэтому падение экономических показателей в этой стране не было столь продолжительным и столь глубоким, как [в

⁵³⁵ Nayar B.R. The Geopolitics of Globalization: the Consequences of Development. – New Delhi: Oxford University Press, 2005. P. 140, 219.

⁵³⁶ Экономика Индии: общая характеристика. – М.: Главная редакция восточной литературы изд-ва «Наука», 1980. С. 221.

тех странах, которые послушно следовали рекомендациям международных финансовых институтов]»⁵³⁷.

Подход индийских экономистов и властей к проблемам инфляции покоится на трех *стратегических* основаниях. *Первое*: на *краткосрочном горизонте* принимаются *политические* меры по нормализации денежного обращения в стране. *Второе*: в среднесрочной перспективе ведется активный поиск инструментов всеобъемлющего воздействия на финансовый кризис, при обязательной защите от последствий инфляции наименее обеспеченных слоев населения. *Третье*: в долгосрочной/стратегической перспективе индийские власти стремятся вернуть экономику на путь устойчивого роста – при обязательном учете неблагоприятного опыта прошлого и изыскания на новом уровне равновесия хозяйства дополнительных ресурсов эффективности и продуктивности для всего механизма⁵³⁸.

В течение 1990-х годов, то есть после введения в действие механизмов «реформы Манмохана Сингха», уровень инфляции в Индии находился в пределах 10% в годовом исчислении. Это очень высокие показатели, тем более что динамика сельскохозяйственного производства определялась «полнокровными» муссонами (в течение шести лет без перерыва); помимо этого, экономика не пережила сколь-нибудь значительных «внешних шоков», скажем, повышения цен на энергетические товары. О роли кризисов аграрного сектора в ускорении инфляционных процессов принято говорить так: «В отсутствие экзогенных шоков показатели деятельности аграрного сектора всегда были решающим определителем ценового поведения в Индии. Низкие урожаи, как правило, раскручивали маховик инфляции, тогда как высокие сборы сельскохозяйственных культур, напротив, оказывали на инфляцию депрессивное воздействие. Цены на продукты питания особенно определяли уровень цен в стране и влияли на инфляционные ожидания»⁵³⁹.

Инфляция оказывает постоянное и депрессивное влияние и на исполнение такой важной для любого правительства социальной программы, как борьба с бедностью. Повышение цен на сельскохозяйственную продукцию, составляющую «корзину базовых нужд», было связано как с повышением закупочных цен на агропродукцию, так и с либерализацией рынка, повлекшей за собой ослабление либо устранение количественных ограничений на экспорт продукции аграрного сектора.

Результатами этих разрушительных для рынка процессов стали: рост цен на переработанные продукты первой необходимости (фрукты, овощи, яйца, мясо), а также на переработанные товары (сахар, растительное масло и т.п.). Рост цен на данные категории сельскохозяйственной продукции составил от 83 до 133% за период с марта 1990 г. по март 1997 г. Можно сказать, что рост цен на сельскохозяйственную продукцию сыграл не последнюю роль в отстранении правительства Индийского национального конгресса от власти на очередных парламентских выборах 1996 г. Переход Конгресса в оппозицию лишний раз показал: высокие темпы экономического роста (ставшие следствием «реформ Манмохана Сингха») не привели к снижению «индекса бедности» в стране. Выборы 1996 г. также продемонстрировали: для поддержки массовых слоев населения необходима четкая государственная политика, в которой соответствующие социальные программы «адаптации» бедноты к условиям рыночных реформ должны быть органически сопряжены с другой формой социальной защиты – систематическим подавлением инфляции со стороны государственных институтов. Всякие реформы в «крупнейшей демократии мира» (последняя из них, как полагают,

⁵³⁷ Nayyar D. Liberalization and Development. – New Delhi: Oxford University Press, 2008. P. 35.

⁵³⁸ Ibid. P. 291.

⁵³⁹ Ibid. P. 301.

началась после парламентских выборов 2014 г.) должны сопрягать императив экономического роста и императив социальной/экономической демократии, то есть реального доступа массовых слоев населения к результатам процесса развития. На этом направлении систематическое противодействие инфляционным процессам было, есть и будет одним из «осевых» направлений политики индийского государства.

К рубежу XX-XXI веков темпы инфляции в Индии сократились, однако в середине 2000-х годов рост цен вновь стал разгоняться (см. табл. 17.1). Ситуация вновь изменилась лишь в 2014 г.

Таблица 17.1.

Рост ВВП и инфляция (CPI) в Индии в 1998-2017 гг.

Год	Рост ВВП, %	Инфляция, %	Год	Рост ВВП, %	Инфляция, %
1998	6,2	13,17	2008	3,9	8,32
1999	8,5	4,84	2009	8,5	10,83
2000	4,0	4,02	2010	10,3	12,11
2001	4,9	3,77	2011	6,6	8,87
2002	3,9	4,31	2012	5,5	9,30
2003	7,9	3,81	2013	6,4	10,92
2004	7,8	3,77	2014	7,5	6,37
2005	9,3	4,25	2015	8,0	5,88
2006	9,3	5,79	2016	7,1	4,97
2007	9,8	6,39	2017 (3 месяца)	6,7	2,35

Источники: Historic inflation India – CPI inflation (<http://www.inflation.eu/inflation-rates/india/historic-inflation/cpi-inflation-india.aspx>); Индия – Темп прироста ВВП, в постоянных ценах (<https://knoema.ru>).

Одним из основных средств борьбы с инфляцией правительство во главе с Нарендрой Моди полагает *денежную реформу*, введенную в действие 8 ноября 2016 г. Смысл данной денежной реформы состоял в изъятии из обращения купюр старого образца достоинством 500 рупий (примерно 450 рублей) и 1000 рупий (приблизительно 900 рублей) и замене их купюрами нового образца достоинством 500 рупий и 2000 рупий (около 1800 рублей). Изъятие произошло молниеносно, и в результате этой акции пострадали не только «операторы» теневого рынка, но и рядовые труженики, хранившие свои сбережения дома, «под подушкой». (Так, по установившейся традиции даже эффективные фермерские хозяйства в штате Пенджаб предпочитали наличные расчеты, тогда как сама операция по изъятию денежных знаков старого образца значительной частью индийского общества воспринималась как «посягательство» на укоренившиеся принципы свободы выбора и даже – на устои демократии.) Замысел властей состоял также в уменьшении объема обращающихся в экономике денежных знаков (часть которых нелегально печаталась за границей, якобы в соседнем Непале) и в «ненасильственном» подавлении инфляции. Вдохновителем самой идеи денежной реформы молва «назначила» американского экономиста Кеннета Рогоффа.

Существует и иная, критическая точка зрения на денежную реформу. Так, бывший премьер-министр Манмохан Сингх (2004-2014 гг.) оценивает «сжатие», в результате денежной реформы, индийской экономики в 2% ВВП. Впоследствии Резервный банк Индии фактически подтвердил правильность подобной оценки⁵⁴⁰. «Демонетизация» ущербно сказалась на значительной части работников «неорганизованного сектора» (агропроизводство, строительство, мелкое

⁵⁴⁰ The Economic Times. 2017. November 06 (<https://economictimes.indiatimes.com/news/economy/policy/demonetisation-economy-shaken-gdp-hurt-trust-in-govt-undermined/articleshow/61182455.cms>).

предпринимательство, розничная торговля), в котором трудятся более 415 млн. человек. Критики «демонетизации» полагают, что денежная реформа, с определенным лагом, может стать детонатором «классовой борьбы» в индийском обществе.

Согласно оценкам Центра мониторинга индийской экономики, «демонетизация» привела в первые четыре месяца 2017 г. к потере более 1,5 млн. рабочих мест⁵⁴¹. Возможно, стремление правительства провести досрочные парламентские выборы осенью 2018 г. связано с желанием «упредить» отрицательный эффект денежной реформы на индийскую экономику в *среднесрочной* перспективе.

Критики денежной реформы также отмечают, что «демонетизация» не помогла прекратить финансовую «подпитку» террористической деятельности в Кашмире, на что всерьез рассчитывало центральное правительство в Дели. Помимо этого, как сообщают индийские масс-медиа, искусно напечатанные копии банкнот нового образца уже поступают из-за рубежа, что делает финансовую борьбу с терроризмом еще более трудновыполнимой задачей.

Близкие к правительственным кругам экономисты полагают, что потребуются не более 6-7 месяцев на преодоление последствий «демонетизации». Для них после денежной реформы ВВП Индии не сократился, а произошло «всего лишь» падение темпов экономического роста до 5,6%. Критики правительства Н. Моды, напротив, утверждают, что «поляризующий эффект» преобразований отрицательно повлиял на покупательную способность массовых групп индийского общества – занятых в неорганизованном секторе, значительные слои молодежи, основную часть сельских тружеников, интеллигенцию и служащих и т.д. При очевидном несхождении оценок влияния денежной реформы на состояние и перспективы индийской экономики большинство участников этой своеобразной «импровизированной» дискуссии сходятся во мнении: на фундаментальные экономические вопросы могут дать ответы выборы в законодательные собрания двух ключевых для страны штатов – Гуджарата и Мадхья-Прадеш в конце 2017 г. – начале 2018 г.

⁵⁴¹ Centre for Monitoring Indian Economy Pvt. Ltd. (<https://www.cmie.com>).

Глава 18. Инфляция и развитие в Республике Корея

Отношение в Республике Корея к инфляции, а также политика регулирования динамики цен эволюционировали на протяжении более чем полувековой южнокорейской экономической истории. Глубокие перемены, происшедшие в Республике Корея за это время, нашли свое отражение в последовательной смене подходов, проявленных правящими администрациями к инфляционным процессам: восприятие инфляции как объективный фактор послевоенного восстановления, попытки учитывать ее в своей экономической политике, борьба с ростом цен, наконец, принятие во внимание угрозы дефляции.

Экономические реалии Республики Корея побуждают к использованию в анализе причин и последствий инфляционных трендов системного подхода, предполагающего обращение к исследованию не только экономических, но также политических и социальных факторов.

От инфляции «управляемого хаоса» к инфляции «экономического чуда»

Примечательной чертой экономических реалий 1950-х – начала 1960-х годов была высокая инфляция, которая порождалась не только обстановкой хаоса, вызванной разрушительными последствиями Корейской войны (1950-1953 гг.), но и конкретными действиями правительства. Политика правящей администрации предусматривала насыщение экономики деньгами с целью поддержания ее функционирования в условиях ограниченности внутренних ресурсов и слабости банковской системы, неспособной играть адекватную роль в инвестиционном процессе. В 1953-1961 гг. среднегодовые темпы прироста денежной массы составляли 47,3% при уровне инфляции в 27,2%⁵⁴². Подчас принимаемые на государственном уровне решения были направлены не на ослабление хаоса, а на использование складывающихся обстоятельств для извлечения прямой коммерческой выгоды заинтересованными компаниям и частью правящего класса. Поэтому борьба с инфляцией в этот период не вошла в число приоритетных целей государственной политики. Более того, ряд предпринятых правительством мер усугубляли диспропорции внутреннего рынка, что не только не снижало, но и усиливало инфляционные тенденции. Опираясь на административную поддержку со стороны бюрократии, а также за счет использования коррупционных схем, крупный бизнес смог установить свое доминирующее положение в экономике. Например, в 1950-е годы в сахарной промышленности 2% производителей обеспечивали выпуск 92% продукции, 19% текстильных компаний контролировали 90% рынка текстиля.

В указанный период внутренний рынок испытывал острый дефицит многих видов сырья, топлива, строительных материалов, продовольствия, медикаментов и многих других товаров первой необходимости. При том, что стоимость экспорта в 1960 г. составляла лишь 10% от объема импорта, значительная часть внутреннего спроса покрывалась за счет международной (в основном, американской) помощи⁵⁴³. Контроль за ввозом товаров в страну был сосредоточен в руках ограниченного числа крупных компаний. При прямом покровительстве властей сложились картельные союзы, контролировавшие 100% импорта хлопка, 81% ввоза зерна, 27% – сахара. В результате, цены реализации ввозимых товаров были на 7-73% выше рыночных, что разгоняло инфляцию⁵⁴⁴.

⁵⁴² Young-Iob Chung. South Korea in the Fast Lane. Economic development and capital formation. – Oxford & N.Y.: Oxford University Press, 2007. P. 160.

⁵⁴³ O Won-Chol. The Korea Story: Park Jung-hee's Leadership and the Korean Industrial Revolution. – Seoul: Wisdom Tree Publishing, 2009. P. 66

⁵⁴⁴ Lee Jong Won. Industrial policies, chaebols and market reform agenda in Korea // The Journal of East Asian Affairs. 2006. No.1. P. 123.

В определенной мере интерес правящих кругов в сохранении инфляции в период послевоенного восстановления подпитывался заинтересованностью в проведении перераспределения собственности. Инфляция же рассматривалась как неизбежный, объективный фактор периода перехода к полноценной рыночной экономике. Поэтому сложившуюся в тот период в Республике Корея экономическую ситуацию можно назвать не столько стихийным хаосом, сколько «управляемым хаосом», смысл которого состоял в возможно быстром формировании дееспособного южнокорейского бизнеса, прежде всего крупного. Элиты спешили решить этот вопрос в условиях еще только формирующихся экономических и политических институтов государства, недавно обретшего независимость и преодолевающего последствия разрушительного военного конфликта.

Ключевыми элементами экономической политики президента Ли Сын Мана (1948-1960 гг.) были действия, направленные на изъятия собственности японских колонизаторов и коллаборационистов, которая наряду с госсобственностью подлежала разукрупнению и приватизации. Условия приватизации были весьма льготны для участников, допущенных к перераспределению конфискованного имущества. К числу последних относились бывшие феодалы, получившие платежи в качестве компенсации за изъятые в ходе сельскохозяйственной реформы земельные участки, а также директора и руководящие сотрудники приватизируемых предприятий.

Программа разукрупнения собственности позволяла достаточно быстро сделать доступными для новых южнокорейских предпринимателей объекты, выставленные на продажу. Приобретатель собственности пользовался правом владения после проведения первоначального платежа, при том что продажи осуществлялись по балансовой стоимости, на основе цен 1945 г., то есть по ценам гораздо ниже тех, что сложились в 1950-е годы. Обычным явлением были случаи, когда новым собственникам по существу даже не приходилось расходовать сколько-нибудь существенной суммы, обходясь «репатриационным платежом», составлявшим 20-50% рыночной цены продаваемого объекта.

В условиях инфляции эта программа подразумевала предоставления фактически премии в качестве поощрения деловой активности в реальном секторе. Ее объем оценивается южнокорейским экономистом Чон Юн Ёпом в 1,25 млрд. долл. в ценах 1961 г. (7 млрд. долл. в ценах 2000 г.). Госсобственность реализовывалась по более высоким ценам, однако приобретатели этих предприятий при покупках все же экономили 10-20% от рыночной цены⁵⁴⁵.

Полученные льготы проистекали также от установления рассрочки платежей при заключении сделки. Связано это было с тем, что кредиты с фиксированной ставкой выдавались в южнокорейской валюте, которая обесценивалась в результате высокой инфляции (см. табл. 18.1). В среднем обесценение кредита в 1953-1981 гг. ежегодно составляло 17,3%⁵⁴⁶.

Хотя в конце 1950-х годов инфляция замедлилась, однако администрация Ли Сын Мана не справилась с «управлением хаоса» в условиях неадекватной потребностям страны динамики развития. Среднегодовые темпы прироста ВВП в 1953-1961 гг. составляли лишь 3,7%, что было недостаточно для качественных изменений в экономике и ощутимого улучшения уровня жизни. Заработная плата в условиях роста цен хронически едва позволяла покрывать расходы на минимальное потребление. Это вызывало социальные протесты и политические потрясения, в конечном итоге приведшие к падению режима Ли Сын Мана и приходу к власти авторитарного режима генерала Пак Чон Хи (1962-1979 гг.).

⁵⁴⁵ Young-lob Chung. Op. cit. P. 96-97.

⁵⁴⁶ Ibid. P. 99.

Таблица 18.1.

Изменение стоимости приватизируемого объекта с учетом инфляции (%)

Годы	Инфляция	1953	1954	1955	1956	1958	1960	1962	1963	1964	1965	1966
1953	53,1	100	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1954	36,0	65,3	100	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1955	69,6	48,0	73,5	100	–	–	–	–	–	–	–	–
1956	22,5	28,3	43,4	59,0	100	–	–	–	–	–	–	–
1957	23,1	23,1	35,4	48,1	81,6	–	–	–	–	–	–	–
1958	3,1	18,8	28,8	39,1	66,3	100	–	–	–	–	–	–
1959	4,3	19,4	29,7	40,4	68,4	103,0	–	–	–	–	–	–
1960	8,3	18,6	28,4	38,7	65,6	98,9	100	–	–	–	–	–
1961	8,0	17,2	26,3	35,7	60,6	91,4	92,3	–	–	–	–	–
1962	6,5	15,9	24,3	33,1	56,1	84,6	85,5	100	–	–	–	–
1963	20,7	14,9	22,8	33,1	52,7	79,4	80,3	93,9	100	–	–	–
1964	29,5	12,4	18,9	25,7	43,6	65,8	66,5	77,8	82,9	100	–	–
1965	13,6	9,5	14,6	19,9	33,7	50,8	51,4	60,1	64,0	77,2	100	–
1966	11,2	8,4	12,9	17,5	29,7	44,7	45,2	52,9	56,3	68,0	88,0	100
1967	10,8	7,6	11,6	15,7	26,7	40,2	40,7	47,6	50,6	61,1	79,2	89,9
1968	10,4	6,8	10,4	14,2	24,1	36,3	36,7	42,9	45,7	55,2	71,4	81,2
1969	12,9	6,2	9,5	12,9	21,8	32,9	33,2	38,9	41,4	50,0	64,7	73,5
1970	15,6	5,3	8,4	11,4	19,3	29,1	29,4	34,4	36,7	44,3	57,3	65,1
1971	13,5	4,7	–	9,9	16,7	25,2	25,5	29,8	31,7	38,3	49,6	56,3
1972	11,5	4,2	–	–	14,7	22,2	22,4	26,2	28,0	33,7	43,7	49,6
1973	3,2	4,1	–	–	–	19,9	20,1	23,5	25,1	30,3	39,2	44,5
1974	24,5	3,3	–	–	–	19,3	19,5	22,8	24,3	29,3	38,0	43,1
1975	25,2	2,6	–	–	–	–	15,7	18,3	19,5	23,5	30,5	34,6
1976	15,3	2,3	–	–	–	–	12,5	14,6	15,6	18,8	24,4	27,7
1977	10,0	2,1	–	–	–	–	–	12,7	13,5	16,3	21,1	24,0
1978	14,5	1,8	–	–	–	–	–	11,5	12,3	14,8	19,2	21,8
1979	18,2	1,5	–	–	–	–	–	–	10,7	13,0	16,8	19,1
1980	28,7	1,2	–	–	–	–	–	–	9,1	11,0	14,2	16,1
1981	21,6	1,0	–	–	–	–	–	–	7,1	8,5	11,0	12,5

Источник: Young-lob Chung. South Korea in the Fast Lane. Economic development and capital formation. – Oxford & N.Y.: Oxford University Press, 2007. P. 98.

Взявшая в руки управление страной новая администрация повела борьбу с коммерческим диктатом близких к чиновникам компаний, произвольно завышавших цены. Был наведен порядок с проведением внешнеторговых операций, расширилось число импортеров, что позволило несколько улучшить ситуацию с ценовой конкуренцией. В то же время главным приоритетом властей стал экономический рост, при том, что антиинфляционные меры носили вторичный характер.

Особое внимание в политике регулирования инфляции администрация Пак Чон Хи уделяла ценам на ключевой продукт питания корейцев – рис (см. табл. 18.2 и 18.3).

Таблица 18.2.

Динамика цены на рис, %

Годы	1961	1962	1963	1964
Ежегодный прирост цены на рис (в розничной сети)	20,7	2,7	60	22

Рассчитано по: O Won-Chol. The Korea Story: Park Jung-hee's Leadership and the Korean Industrial Revolution. – Seoul: Wisdom Tree Publishing, 2009. P. 511.

Таблица 18.3.

Динамика роста цен на рис и средней заработной платы в промышленности, %

Показатель	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Прирост цен на рис	10	10	10	13,7	22,6	35,9
Прирост средней заработной платы в промышленности	18,6	17,8	22,5	26,5	34,2	26,9

Источник: O Won-Chol. Op. cit. P. 513.

Политика на этом направлении претерпевала изменения в зависимости от приоритетности поставленных задач. Так, с одной стороны, рост цен на рис рассматривался в контексте реализации концепции экспортноориентированного развития южнокорейской экономики. Повышение цен на продукт, составляющий основу рациона питания населения страны, не только усиливало социальную напряженность, но провоцировало повышение заработной платы, что рассматривалось правящим режимом в качестве потенциальной угрозы сохранения конкурентоспособности страны. В связи с этим в 1965-1967 гг., дабы сдерживать ежегодный прирост цен на рис в пределах 10%, правительство пошло на организацию централизованных закупок риса у производителей и реализацию его по твердым ценам потребителям. Добившись в эти годы ощутимого сокращения инфляции (см. табл. 18.1), а также принимая во внимание устойчивый рост заработной платы в промышленности, правительство перешло к политике высоких закупочных цен на рис (продолжавшейся до 1976 г.), с тем, чтобы стимулировать сельскохозяйственное производство и за счет увеличения предложения на рынке в конечном счете снизить инфляцию (см. табл. 18.3). В 1968-1975 гг. закупочные цены на рис ежегодно увеличивались в среднем на 24,8%.

Вместе с тем воздействие на рост цен оказывало влияние других факторов. Импортные товары и продукты, получаемые по каналам зарубежной помощи, продолжали реализовываться по ценам выше рыночных, что способствовало инфляции издержек.

На протяжении длительного времени важными источниками инфляции оставалась кредитная экспансия и мягкая денежная политика государства, приводившая к ослаблению национальной валюты – воны. Однако среднегодовой прирост в 1962-1971 гг. денежного агрегата M_2 сократился, составив 26,6%, а в 1972-1986 гг. – 24,6%. Правящей администрации удалось обеспечить достаточно плавное снижение валютного курса. В 1964-1979 гг. национальная валюта обесценилась на 89,8%, что при политике высоких цен на продовольствие создало благоприятные условия для поддержания конкурентных преимуществ, обеспечивших ежегодный прирост совокупного экспорта, как правило, на 20-40%.

В то же время обесценение воны способствовало перераспределению национального дохода в пользу крупных конгломератов – чэболей. В частности, приватизация собственности чэболями происходила на выгодных для них условиях. Кредиты конгломератам в среднем предоставлялись на 15 лет, тогда как малому и среднему бизнесу (МСБ) – на 10 лет. Обычно кредиты крупному бизнесу были доступны по ставке не более 10%, что было не только ниже рыночного показателя, но, как правило, не превышало тогдашнего уровня инфляции⁵⁴⁷. В результате инфляционные сверхдоходы крупного бизнеса при приобретении собственности достигали 74%, тогда как МСБ – 66%⁵⁴⁸.

Кроме того, среди проблем, способствовавших высокому уровню инфляции, следует отнести ограниченность рыночной конкуренции, слабость МСБ, наличие

⁵⁴⁷ Lee Jong Won. Op. cit. P. 123.

⁵⁴⁸ Young-lob Chung. Op. cit. P. 96-97.

масштабной коррупции. Проблемы развития малого и среднего бизнеса (во многом вызванные трудным доступом к получению банковских кредитов, дефицитом квалифицированных кадров и современного оборудования) оказывали влияние на сохранение в 1960-1970-е годы инфляционных тенденций. Во-первых, ограничивались возможности МСБ наращивать производство конкурентоспособных товаров и услуг, что сужало возможности удовлетворения внутреннего спроса. Во-вторых, по аналогичным причинам МСБ оказался не в состоянии удовлетворить кооперационные потребности крупного бизнеса за счет поставок необходимых деталей и узлов, что побуждало последний создавать собственные мощности по выпуску необходимой производственной оснастки, комплектующих и прочих изделий и услуг. В итоге дополнительные затраты приводили к росту издержек, также увеличивших цены конечной продукции.

Как отмечает Л.Н. Красавина, «воспроизводственный подход к регулированию инфляции определяет необходимость постепенного формирования макроэкономических условий для снижения ее темпа на основе увеличения производства товаров и услуг, роста производительности труда, снижения издержек производства»⁵⁴⁹. Именно такие процессы происходили в южнокорейской экономике по мере реализации рыночных реформ и проведения политики индустриализации. Указанные изменения, начавшись в 1960-е годы, в полной мере стали приносить свои плоды к началу 1980-х годов, когда в Республике Корея сложился комплекс отраслей, способных удовлетворить внутренний спрос на широкий спектр продовольственных и промышленных товаров. При этом правительство при сохранении мер, защищающих внутренний рынок, поддерживало курс на поддержание внутренней конкуренции и смогло резко ограничить возможности теневой экономики. Среднегодовые темпы прироста ВВП в 1962-1971 гг. составили 8,7%, а в 1972-1986 гг. – 8,0%.

Позитивные процессы в развитии экономики позволили скорректировать бюджетную политику в пользу перехода от дефицитного к сбалансированному бюджету (см. табл. 18.4).

Таблица 18.4.

Баланс бюджета Республики Корея

Показатель	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Дефицит/профицит бюджета в % от ВВП	-4,2	-1,5	-1,3	-0,9	-0,1	0,2	1,3	0,0

Источник: Корея. Справочник. Корейская служба информации для зарубежных стран. – Сеул, 1993. С. 407.

Все эти факторы способствовали противодействию инфляции, снизив рост цен с двузначных показателей, которые характеризовали южнокорейскую экономику в 1962-1981 гг. Тем не менее добиться стабильных показателей роста потребительских цен в 1982-1992 гг. не удалось. Показатели инфляции колебались в интервале от 2,3% до 8,5% (см. табл. 18.5).

Таблица 18.5.

Темпы прироста цен и ВВП в 1982-92 гг., %

Показатель	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ИПЦ	7,2	3,4	2,3	2,5	2,3	3,0	7,2	5,7	8,6	5,7	6,3
ВВП	5,4	11,9	8,4	5,4	12,5	12,3	11,7	6,8	9,3	9,7	5,8

Источник: http://data.trendeconomy.ru/indicators/real_GDP_Growth.

⁵⁴⁹ Красавина Л.Н. Актуальные проблемы инфляции и ее регулирования в России: системный подход // Деньги и кредит. 2011. №3. С. 19.

По-прежнему сохранялся фактор недостаточной развитости МСБ, что негативно отражалось на обеспечении внутреннего спроса необходимыми товарами и услугами по оптимальным ценам, а также высокими издержками крупного бизнеса, ограниченного в возможностях использования аутсорсинга.

Кризис 1997-1998 гг. и инфляционное таргетирование

Инерция экономических процессов, сложившихся в 1980-е годы, проявилась и в 1990-х годах. Среднегодовой уровень инфляции в 1990-1997 гг. составлял 6,1%, при том что рост цен продолжал в этот период колебаться в пределах 4,5-7,5% (см. табл. 18.6). Однако проблема инфляции стала в повестке дня экономической политики в связи с ухудшением экономического положения страны. Экономический кризис 1997-1998 гг. сопровождался падением ВВП в 1998 г. на 5,7% при показателе инфляции в 7,5%. В значительной степени причины кризиса и сопровождавшего его повышения инфляции были вызваны проблемами развития крупных конгломератов (чэболей). Принимая во внимание сеть аффилированных компаний, входивших в орбиту крупных южнокорейских конгломератов, по нашим оценкам, совокупная доля всех чэболей в валовом национальном продукте Республики Корея увеличились с 55% в 1985 г. до 60-65% в 1995 г., сократившись до 55% в кризисные 1997-1998 гг. и до 45-50% в 2005 г.⁵⁵⁰ Между тем именно с чэболями была связана проблема перекредитования корпоративных структур. Проблема перекредитования экономики имела негативные последствия для банков в виде увеличения просроченных кредитов и роста «плохих» долгов, а также обострения проблемы доступа к внешним источникам заимствований, снижения банковской ликвидности.

Банкротство одних чэболей и резкое ухудшения финансового состояния других конгломератов привело к сужению предложения на внутреннем рынке товаров и услуг. Одновременно девальвация воны привела в 1998 г. к повышению цен на импортные товары на 30%⁵⁵¹. Оба этих фактора сказались на росте цен производителей и потребительских цен. Таким образом, проявилась связь инфляции с неадекватным управлением рисками как на макро-, так и на корпоративном уровнях и низким качеством банковских активов.

В данном случае речь должна идти об ответственности всей системы администрирования, действия которой породили базовые проблемы взаимоотношения государства и поддерживаемого им крупного бизнеса (коррупция, низкий контроль за эффективностью реализации льготных кредитов, допуская их нецелевое использование, готовность мириться с недостаточной транспарентностью в системе принятия управленческих решений). Большая доля ответственности лежала на бизнесе, привыкшем к облегченной процедуре доступа к кредитным ресурсам и прибегавшем к неоправданно рискованным коммерческим операциям.

Таблица 18.6.

Темпы прироста цен в 1993-2002 гг. (%)

Показатель	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ИПЦ	4,8	6,3	4,5	4,9	4,5	7,5	0,8	2,3	4,1	2,8
ВВП	6,1	8,5	8,9	7,2	5,8	-5,7	10,7	8,8	4,0	7,2

Источник: Korea Statistical Yearbook (выпуски за ряд лет).

Основу экономической, в том числе ценовой стабильности в период после кризиса заложила активная политика, стимулирующая дальнейшую модернизацию

⁵⁵⁰ Федоровский А.Н. Феномен чэболь: государство и крупный бизнес в Республике Корея. – М.: Издательский дом «Стратегия», 2008. С. 92.

⁵⁵¹ Post-Crisis Transformation of the Korean Economy. A Review from 1998 to 2002 / Ed. By Kyeong-won Kim. – Seoul: Samsung Economic Research Institute, 2003. P. 41.

южнокорейской экономики и перевод ее на инновационные рельсы. Антиинфляционная санация банковского сектора за счет привлечения частного инвестора, в том числе иностранного, приобретающего акции банка, улучшили качество управления и позволили снизить риски принятия решений, сузили возможности для применения коррупционных схем.

Собственно антиинфляционная политика базировалась на выработке комплексных целевых приоритетов. Система инфляционного таргетирования в качестве экономической политики была провозглашена в 1997 г. и была закреплена в принятой тогда же измененной редакции закона о Банке Кореи. Полномасштабная реализация нового закона началась в 1998-1999 гг. Определяющее значение имело закрепление независимости Банка Кореи. Руководство Банка Кореи отныне осуществлял управляющий, выполнявший функции председателя Комитета по денежной политике, пост до этого утвержденный за представителем министерства финансов и экономики⁵⁵².

Качественное среднесрочное прогнозирование инфляции рассматривалось как необходимое условие осуществления инфляционного таргетирования. Банку Кореи поручалось вести мониторинг роста цен, для чего вводился индекс потребительских цен (ИПЦ), устанавливать ежемесячные, а затем и среднесрочные прогнозы инфляции, вырабатывать и осуществлять меры, противодействующие скачкообразному изменению цен. На 2001 г. и среднесрочную перспективу ориентиром устанавливалась объявленное Банком Кореи поддержание инфляции на годовом уровне в 2,5%. При этом выявленный полугодовой уровень инфляции (по ИПЦ) служил индикатором принятия регулирующих решений, исходя из допустимого колебания в пределах 1 п.п., при том, что ряд экспертов отмечали возможность колебаний до 2-3 п.п. от установленной величины⁵⁵³.

В 1998-2002 гг. в Республике Корея реальная инфляция удерживалась на уровне или ниже заданных целевых показателей. При этом снижение показателей инфляции не сопровождалось заметным замедлением темпов экономического роста. Этому обстоятельству способствовало влияние ряда факторов. Среди них – удорожание воны, что удешевило импорт, жизненно необходимый для поддержания функционирования южнокорейской экономики, ее технической модернизации; оптимизация банковско-кредитной сферы, повлекшая за собой снижение процентных ставок (за счет уменьшения масштабов распределения кредитов «для своих»); уменьшение расходов на оплату труда, вызванное пересмотром и постепенным отказом от системы «пожизненного найма»; техническое перевооружение производства и снятие барьеров, препятствующих конкурентной борьбе. Сочетание жесткой кредитной политики при целевой кредитной поддержке производства товаров и услуг существенно оздоровили экономическую среду.

В 2000-е годы динамика внутренних цен во многом зависела от движения стоимости импортируемых топлива и минерального сырья, а также состояния дел на продовольственном рынке. Повышение инфляции в июне 2000 г. и сохранения ее среднегодового уровня в 5% на протяжении 2000-2001 гг. было связано как раз со скачком цен на энергоносители и продовольствие, к которым добавились также повышение тарифов на коммунальные услуги. В качестве антиинфляционной меры Банк Кореи повысил в октябре 2000 г. учетную ставку с 5% до 5,25%. Однако замедление экономического роста и «медвежий» тренд на фондовом рынке

⁵⁵² Mansik Yu. Inflation Targeting in Korea: Tentative Evaluation and Policy Implications // Inflation Targeting. Theories, Empirical Models and Implementation in Pacific Basin Economies. Proceedings of the 14th Pacific Basin Central Bank Conference. – Seoul: the Bank of Korea, 2001. P. 87-88.

⁵⁵³ Ibid. P. 93.

заставил регулятора вернуться к прежнему уровню процентной ставки в 5% уже в феврале 2001 г.⁵⁵⁴

Практически одновременно происходило насыщение ликвидностью фондового рынка, ставшее причиной наращивания избыточного предложения (ценового пузыря). Последовавшее «сдувание» фондового рынка привело к перемещению финансовых ресурсов на рынок недвижимости, ликвидность которого подпитывалась низкими процентными ставками и бумом рынка кредитования домохозяйств для улучшения жилищных условий, увеличивавшегося в течение 2000-2002 гг., соответственно, на 25%, 28% и 27%. Скачок кредитования жилищного строительства и рост цен на недвижимость придали значительный импульс экономическому росту Республики Корея⁵⁵⁵.

В то же время обозначились новые проблемы. Банковско-кредитные учреждения стали испытывать трудности с возвратом предоставленных займов. Потребительская активность на рынке жилья привела к росту цен на недвижимость в 2002 г. на 23%, за чем последовало «охлаждение» рынка. Резкие конъюнктурные скачки на рынке недвижимости негативно отражались на стабильности банковского сектора, проявлениях потребительского спроса и, в конечном итоге, на социальной стабильности.

Меры по нормализации движения цен на рынке недвижимости предусматривали формирования банками максимально полного досье кредитных историй заемщиков, а также снижения соотношения суммы выдаваемого потребителю кредита к общей стоимости жилья с 70% до 50%. Предпринятые шаги по сдерживанию роста цен на недвижимость были дополнены жестким администрированием налоговых ограничений на продажу недвижимости. Все это позволило сбить спекулятивный ажиотаж, что дало Банку Кореи возможность снизить учетную ставку на 25 базовых пункта, поддерживая рост южнокорейской экономики, одновременно избегая угрозы разгона инфляции⁵⁵⁶.

Следует особо подчеркнуть, что существенное влияние на снижение инфляции оказал опережающий рост в южнокорейской экономике инновационных отраслей. Этот фактор проявился еще в первой половине 1990-х годов, однако наиболее заметно его воздействие стало в посткризисный период. Так, доля отраслей информационных технологий в ВВП выросла с 5,7% в 1995 г. до 16,9% в 2002 г. Причем развитие отраслей информационных технологий сопровождалось снижением цен на полуфабрикаты и комплектующие изделия, а также на готовую продукцию. В частности, цены на персональные компьютеры сократились в 1998-2002 гг. на 16%⁵⁵⁷. Это стимулировало «потребительский бум», позволивший компаниям наращивать прибыль на фоне снижения цен. Число используемых в стране персональных компьютеров увеличилось с 6,9 млн. шт. в 1997 г. до 22,5 млн. шт. в 2002 г., за это же время число домашних хозяйств, владеющих персональными компьютерами выросло с 29% до 60%, а число мобильных телефонов увеличилось с 6,9 млн. шт. до 32,3 млн. шт.⁵⁵⁸ Массовое внедрение персональных компьютеров и информационных технологий в промышленность и сферу услуг сопровождалось снижением издержек и, соответственно, противодействовало росту цен.

Облегчение условий коммерческой деятельности МСБ (доступ к кредитным ресурсам, снижение административного давления) позволило малому

⁵⁵⁴ The Korean economy: post crisis policies, issues and prospects / Ed. by Charles Harvie, Hyun-Hoon Lee, Junggun Oh. – Edward Elder Publishing, Inc., 2004. P. 148.

⁵⁵⁵ Ibid. P. 149.

⁵⁵⁶ Ibid. P. 150.

⁵⁵⁷ Post-Crisis Transformation of the Korean Economy. A Review from 1998 to 2002. P. 43.

⁵⁵⁸ Ibid. P. 130.

предпринимательству внести существенный вклад в насыщение рынка необходимыми товарами и услугами, что также противодействовало росту цен. Учитывая, что в ИПЦ на услуги приходилось 55%, движение цен в этом секторе экономики в значительной мере определяло уровень инфляции⁵⁵⁹. При этом следует подчеркнуть, что низкую динамику цен (или их снижение) в сфере услуг задавало правительство и крупный бизнес, в том числе в медицине, электроэнергии, мобильной связи. Тем самым определялись рамки ценовой политики МСБ. Умеренный рост цен на услуги на фоне возникавших скачков цен на продовольствие, вызванных периодически возникавшими природными катаклизмами, сдерживал общий уровень инфляции.

Другим существенным фактором, в определяющей своей степени антиинфляционного характера, было решение властей в условиях преодоления кризиса не закрывать южнокорейскую экономику, а напротив, продолжать следовать курсом на достижение ее открытости мировому рынку. В результате, по расчетам южнокорейского исследовательского центра Samsung Economic Research Institute, открытость экономики Республики Корея мировому рынку увеличилась с 70% до 90%⁵⁶⁰. Тем самым были расширены каналы притока дешевого импорта, прежде всего из Китая, а также ряда других государств, что привело к снижению или, во всяком случае, к стабилизации цен на многих товарных нишах.

В рамках этого курса получил существенное развитие процесс, начавшийся еще в начале 1990-х годов – допуск на южнокорейский внутренний рынок крупных зарубежных торговых сетей, в том числе французских и американских. В пост-кризисный период особый размах получило открытие по всей стране крупных центров-дискаунтеров, общая численность которых к 2002 г. составила 230 единиц⁵⁶¹.

Кроме того, в рамках политики внешнеэкономической стратегии в 1999 г. было принято решение отказаться от существовавшей практики «регулирования диверсификации импорта», позволявшей ограничить объем импорта из отдельных стран, прежде всего Японии. Снятие данного ограничения, во-первых, расширило приток в страну необходимых сельскохозяйственных и промышленных товаров по более приемлемым ценам, поскольку удалось избавиться от посредников и оптимизировать логистику, во-вторых, за счет поддержания внутренней конкуренции стало возможным ограничить рост цен на выпускаемую в стране продукцию машиностроения (включая автомобили).

Разумеется, такая политика содержала в себе высокую долю риска для национальных производителей, прежде всего занятых в традиционных промышленных секторах. Однако упомянутый выше курс на развитие инновационных отраслей позволил южнокорейской экономике достаточно успешно адаптироваться к новым вызовам внешних конкурентов.

Инфляция умеренного роста и угроза дефляции

В первое десятилетие после окончания восстановительного периода рост цен удерживался на низком уровне, что создавало благоприятные условия для экономического развития (см. табл. 18.7). При этом государством принимались активные и успешные антиинфляционные меры для подавления инфляционных скачков в период мирового кризиса 2008-2009 гг. и в 2010-2011 гг.

⁵⁵⁹ Ibid. P. 47.

⁵⁶⁰ Ibid. P. 43.

⁵⁶¹ Ibid. P. 45.

Таблица 18.7.

Темпы прироста потребительских цен и ВВП (%)

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ИПЦ	3,51	3,59	2,75	2,24	2,53	4,67	2,76	2,96
ВВП	2,9	4,9	3,9	5,1	5,4	2,8	0,7	6,5

Источник: Korea Statistical Yearbook (http://data.trendeconomy.ru/indicators/real_GDP_Growth).

В период кризиса зимой 2008/09 гг. был усилен мониторинг соотношения потребительских цен и изменения цен на топливо. Реагируя на негативные тенденции, правительство оперативно предоставило 1 миллиону беднейших домохозяйств на зимний период сумму эквивалентную 60 долл. в месяц на оплату электричества и отопления. Кроме того, в рамках выделенных на поддержку беднейших слоев населения 716 млрд. вон обеспечивалось содержание детей этой категории лиц в дошкольных учреждениях, а также компенсировалась часть расходов на образование⁵⁶².

Жесткий мониторинг потребительских цен и административное противодействие их повышению особо фокусировались на уязвимых группах товаров: энергоресурсах и продовольствии. Под влиянием внешних факторов (рост мировых цен на энергоносители и продовольствие) цены на южнокорейском потребительском рынке в марте 2011 г. в годовом выражении выросли на 4,7%, в том числе на продукты питания они увеличились на 15%, на рис – на 11%.

Возникла реальная угроза потребительской паники, грозившей усилением инфляции. Противодействием со стороны правительства стало использование как экономических инструментов, так и мер «ручного управления» экономикой. В частности, Банк Кореи в первом полугодии 2011 г. трижды повышал учетную ставку – с 2% до 3,25%. Кроме того, были снижены импортные тарифы на свинину. В свою очередь, президент Ли Мен Бак на встречах с представителями крупного бизнеса призывал предпринимателей противодействовать росту цен, дабы удержать инфляцию на уровне 3%. Под давлением правительства группа «SK», например, пошла на 5-процентное снижение цен на бензин сроком на три месяца. С целью ослабления продовольственной инфляции правительство взяло под временный контроль цены на 11 видов продовольствия, принимая в случае необходимости оперативные меры. В целях поддержания ценовой стабильности и снижения ажиотажного спроса на внутреннем рынке были реализованы запасы риса из государственных резервов, осуществлялись закупки риса в США (в объеме 20% от внутренних потребностей)⁵⁶³.

Таблица 18.8.

Темпы прироста потребительских цен и ВВП, %

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ИПЦ	4,0	2,19	1,31	1,27	0,71	0,97
ВВП	3,7	2,3	2,9	3,3	2,8	2,8

Источник: http://data.trendeconomy.ru/indicators/real_GDP_Growth; <https://knoema.ru/Atlas/Южная-Корея>.

Хотя инфляция в 2011 г. поднялась до 4%, в дальнейшем динамика цен продемонстрировала прямо противоположную тенденцию, вызвавшую в экспертных кругах дискуссию о возможном возникновении новых угроз южнокорейской экономике (см. табл. 18.8). Действительно, в текущем десятилетии отмечалось устойчивое снижение инфляция, которая породила среди южнокорейских экспертов опасения возникновения дефляции. В частности, рост потребительских цен в

⁵⁶² Korea Times (<http://koreatimes.co.kr>). 21.11.2008.

⁵⁶³ The Korea Herald. 2011. April 8.

Республике Корея (1,3%) в 2014 г. был ниже средних показателей стран ОЭСР. Это обстоятельство побудило ряд южнокорейских аналитиков провозгласить наступление в стране эры дефляции⁵⁶⁴. Однако такое мнение разделяется не всеми учеными и практиками. В частности, по мнению южнокорейского министра финансов Цой Кён Хвана, пока нет основания считать, что дефляция стала доминирующим процессом: «правительство признает наличие признаков ослабления потребительского спроса, но считает главной причиной снижения инфляции падение цен на нефть»⁵⁶⁵. Мнение министра разделяет руководитель Банка Кореи Ли Чжо Юл полагающий, что «нет оснований говорить о дефляции в Южной Корее при экономическом росте в 3% и уровне инфляции, остающейся в пределах 1-2%»⁵⁶⁶.

Сторонники такой точки зрения полагают, что основной причиной резкого замедления роста цен стало обвальное снижение цен на энергоносители, прежде всего на нефть. Между тем в южнокорейском импорте на топливо приходится 60%⁵⁶⁷. Поэтому падение цен на углеводороды отразилось на ценообразовании топлива и производимых из нефти и газа товаров. Так, продукция нефтехимии подешевела за год на 24%⁵⁶⁸. На низком уровне удерживаются цены на продовольственные товары, значительная часть которых также импортируется.

Другим фактором, влияющим на динамику цен, является состояние валютного курса. Так, ослабление японской иены и, соответственно, увеличение стоимости импорта подтолкнули цены в Японии к росту. В то же время сильная южнокорейская вона противодействовала повышению расходов на импорт, тем самым сдерживая рост внутренних цен. Падение же цен на нефть на 10% придает дополнительный рост южнокорейской экономике на 0,1%, а значит, ситуация скорее благоприятствует экономическому развитию⁵⁶⁹.

Между тем ряд южнокорейских экспертов, в частности, экономист Мун Чон Хё, полагают, что Республика Корея может оказаться в опасной «ловушке», испытывая на себе давление низких цен на энергоресурсы, с одной стороны, и падения платежеспособного спроса – с другой. При этом решить проблему только за счет насыщения рынка ликвидностью, снижая учетную ставку, невозможно. По мнению Муна, обрабатывающая промышленность в условиях низких цен на топливо и сырье, а также замедления мировой торговли едва ли сможет обеспечить экономический подъем. Драйвером роста способны стать отрасли услуг, но для этого необходимо проведение структурных реформ⁵⁷⁰. По мнению экономиста Samsung Securities Стефана Ли, ситуацию усугубляет то обстоятельство, что низкие цены на углеводороды способствуют росту положительного платежного баланса, подталкивающего курс вон вверх, что также усиливает дефляционное давление⁵⁷¹.

Ценовая динамика 2016 г. как будто бы не подтверждает мнение экономистов, опасющихся дефляции. Хотя в январе-мае годовая инфляция составила порядка 0,9%, однако, вопреки опасениям экспертов, показатели не опустились в

⁵⁶⁴ Consumer price data fuel deflation concerns in South Korea (http://www.koreaherald.com/common_prog/newsprint.php?ud=20).

⁵⁶⁵ Ibidem.

⁵⁶⁶ Why Korea's Central Bank Thinks It Won't Catch Japan's Deflation (<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-28/why-korea-s>).

⁵⁶⁷ Consumer price data fuel deflation concerns in South Korea.

⁵⁶⁸ South Korea inflation hits 15-year low, fuelling deflation worries (<http://www.straitstimes.com/business/economy/south-korea-inflation>).

⁵⁶⁹ Why Korea's Central Bank Thinks It Won't Catch Japan's Deflation.

⁵⁷⁰ Deflation risks loom large on weak spending (<http://www.koreatimes.co.kr/www/common/printpreview.asp?cate>).

⁵⁷¹ Why Korea's Central Bank Thinks It Won't Catch Japan's Deflation.

отрицательные значения. Уже в сентябре 2016 г. годовая инфляция составила 1,3%⁵⁷², что удержала Банк Кореи от снижения процентной ставки.

Таким образом, ставить вопрос об уже наступившей дефляции, пока по крайней мере, представляется преждевременным. При сравнении сложившейся в последние годы экономической ситуации в Республике Корея с зарождением дефляции в Японии обращают на себя внимание ряд принципиальных различий. Прежде всего, как подчеркивает Е.Л. Леонтьева, застой японской экономики «можно назвать автономным кризисом национальной экономики..., так как он не был спровоцирован внешними ударами»⁵⁷³. В этом смысле ситуация в южнокорейской экономике прямо противоположная. На изменение цен в огромной степени повлияло снижение издержек, вызванное обрушением на мировом рынке цен на углеводороды. Такая динамика инфляции отражает естественную реакцию рынка на конъюнктурное изменение внешней среды. Между тем макроэкономического равновесия, связанного с хроническим недостатком платежеспособного спроса на товары и услуги (дефляционного разрыва) не отмечается. Тем более, что возможное частичное восстановление баланса спроса и предложение на мировом рынке энергоресурсов может подтолкнуть цены вверх.

* * *

Южнокорейский опыт показывает, что двухзначные показатели инфляции могут не препятствовать динамичному развитию на стадии индустриализации и формирования рыночных институтов. В свою очередь, действенность антиинфляционного курса проявляется наиболее успешно по мере появления зрелой, сбалансированной рыночной экономики, характеризующейся конкурентной средой, активной ролью как крупного, так и малого бизнеса, взвешенной кредитной политикой, а также обеспечивается комплексными мерами, включающими денежное и валютное регулирование, при необходимости дополняемыми решениями, направленными на стабилизацию потребительского рынка. Реализуя такой подход, в Республике Корея смогли успешно справляться с ростом цен и обеспечить поддержание низкой инфляции, благоприятной для обеспечения социальной стабильности и экономического роста.

Сказанное не значит, что южнокорейская экономика застрахована от дефляционной угрозы. Одной из злободневных проблем является рост капиталовложений за рубежом, что потенциально может привести к переносу из страны целых отраслей и отразиться на внутреннем балансе инвестиционного спроса, сокращении занятости, а значит, стать причиной стагнации потребительского спроса. Данная тенденция может совпасть с давлением дешевого импорта из азиатских стран, что также повлияет на динамику цен. Однако пока эти угрозы относятся к разряду потенциальных и южнокорейская экономика имеет шансы их избежать.

⁵⁷² Consumer Price Index in September 2016 ([http://kostat.go.kr/portal/common/s\)19801/eng_print_nw.jsp](http://kostat.go.kr/portal/common/s)19801/eng_print_nw.jsp)); South Korean inflation slowed in May (<http://www.ft.com/content/84eceb3b-46c5-353e9a32-6b91b7af5866>).

⁵⁷³ Леонтьева Е.Л. Дефляционный кризис в Японии. – М.: ИМЭМО РАН, 2007 С. 3.

Глава 19. Антиинфляционная направленность политики стабилизации в Аргентине

Из всех многообразных макроэкономических проблем, с которыми на протяжении своей истории сталкивается Аргентинская Республика, наиболее острый характер носит инфляция, неоднократно достигавшая параметров гиперинфляции и ставшая подлинным кошмаром целых поколений аргентинцев. Драматизм ситуации точно передает ретроспективный взгляд на проводившиеся в стране денежные реформы, как правило, вызывавшиеся обесценением национальной валюты и имевшие главной целью регулирование инфляционных процессов.

Впервые общенациональная денежная единица – песо – была введена 5 ноября 1881 г. и просуществовала рекордно долгий срок – вплоть до начала 1970 г. За это время крупнейшая (по номиналу) выпущенная банкнота «стоила» 10000 песо. 1 января 1970 г. в соответствии с законом №18.188 в оборот был выпущен новый песо (так называемый «песо-закон»), равный 100 старым. Из-за усилившейся инфляции обесценение денег произошло «ударными» темпами, и в самом начале 1980-х годов в обороте уже находились купюры достоинством 1000000 песо. С 1 июня 1983 г. «песо-закон» по обменному курсу 10000:1 сменил «песо-архентино», просуществовавший всего два года (в данном случае крупнейшая банкнота имела номинал в 10000). 15 июня 1985 г. на смену «песо-архентино» в соотношении 1000:1 пришел аустраль – единственная за всю историю денежная единица Аргентины, некоторое время стоившая (по обменному курсу) дороже доллара США. Самая крупная купюра была 500000 аустралей, что адекватно отражало чудовищные размеры инфляции в 1988-1990 гг. Согласно закону от 27 марта 1991 г. аустраль был заменен свободно конвертируемым песо по обменному курсу 10000:1. Новый песо, в свою очередь, вплоть до января 2002 г. сохранял паритет с долларом, а после проведенной девальвации «закрепился» на уровне порядка 3 песо за 1 доллар. Не сложно подсчитать, что за период с 1881 г. и до начала XXI века агрегированная инфляция составила 300000000000000% (30 трлн. процентов).

Речь идет, без преувеличения, о колоссальном обесценении национальной валюты. И сегодня приоритетами в повестке дня аргентинских властей являются борьба с ростом цен, подавление инфляционных тенденций, стабилизация экономического положения. Показательный факт: в 2013 г. Аргентина (вместе с Венесуэлой, Ираном, Малави и Суданом) образовала «пятерку» стран мира, в которых инфляция превышала 10%⁵⁷⁴. Такое положение дел наводит на мысль о глубоко укоренившихся и долговременных причинах, периодически провоцирующих резкие скачки потребительских цен.

Подавление инфляции – сердцевина стабилизационных программ

За семь с лишним послевоенных десятилетий (1946-2017 гг.) только три года в Аргентине было отмечено незначительное снижение потребительских цен (дефляция), все остальное время аргентинская экономика и местное население испытывали прессинг инфляции, уровень которой колебался в диапазоне от 0,2% до 3079,5%. При этом 15 лет рост цен выражался однозначной цифрой, 36 лет – двузначной, 10 лет – превышал 100%, пять лет – 300%, а в 1989 и 1990 гг. перешагнул отметку, соответственно, в 3000 и 2000%. Страна в общей сложности в течение 18 лет (в 1959 г. и в 1975-1991 гг.) жила в условиях гиперинфляции и еще 23 года – с инфляцией выше 20% (см. табл. 19.1).

Первый инфляционный всплеск имел место в 1949-1952 гг. (рост цен в годовом исчислении составлял от 25,5% до 38,6%) и был связан с общим

⁵⁷⁴ Berneman N. Inflation, problem solved (<http://blog.sabf.org.ar/english/2014/12/24/>).

ухудшением экономического положения Аргентины, вызванного как внутренними, так и внешними факторами. Внутри страны курс правительства Хуана Доминго Перона на «стягивание» экономики под жесткий контроль государства и перераспределение национального дохода в пользу наемных работников привел к увеличению потребительского спроса, не обеспеченного предложением, а в целом оказался несовместимым с решением задач технического перевооружения местной промышленности и повышения ее конкурентоспособности. В сфере внешнеэкономических связей Аргентина столкнулась с неблагоприятной конъюнктурой для своих товаров. Реализация плана Маршалла вызвала падение мировых цен на сельхозпродукцию и вытеснила аргентинских экспортеров с европейских рынков. В 1949 г. вывоз товаров сократился на 43% и внешнеторговый баланс впервые за 10 лет был сведен с отрицательным сальдо, а дефицит бюджета достиг 12% ВВП, что указывало на просчеты в макроэкономической политике⁵⁷⁵.

Таблица 19.1.

Аргентина: изменение потребительских цен (1946-2017 гг., в %)

Год	Цены	Год	Цены	Год	Цены	Год	Цены
1946	17,7	1964	22,1	1982	164,8	2000	-0,9
1947	13,5	1965	28,6	1983	343,8	2001	-1,1
1948	13,1	1966	31,9	1984	626,7	2002	41,0
1949	31,1	1967	29,2	1985	672,2	2003	3,7
1950	25,5	1968	16,2	1986	90,1	2004	7,7
1951	36,7	1969	7,6	1987	131,3	2005	12,3
1952	38,6	1970	13,6	1988	343,0	2006	9,5
1953	4,0	1971	34,7	1989	3079,5	2007	8,5
1954	3,8	1972	58,5	1990	2314,0	2008	7,2
1955	12,3	1973	60,3	1991	171,7	2009	7,7
1956	13,4	1974	24,2	1992	24,9	2010	10,9
1957	24,7	1975	182,8	1993	10,6	2011	9,5
1958	31,6	1976	444,0	1994	4,2	2012	10,8
1959	113,7	1977	176,0	1995	3,4	2013	10,9
1960	27,3	1978	175,5	1996	0,2	2014	23,9
1961	13,5	1979	159,5	1997	0,5	2015	27,5
1962	28,1	1980	100,8	1998	0,9	2016	39,4
1963	24,1	1981	104,5	1999	-1,1	2017	24,8

Источник: INDEC – Instituto Nacional de Estadística y Censos. – <http://www.indec.mecon.ar/>.

В начале 1952 г. Х.Д. Перон обнародовал «План чрезвычайных экономических мер», направленный на снижение инфляции и ставший *первой стабилизационной программой* в послевоенной истории страны. План предусматривал следующие ключевые решения: замораживание цен и ограничение роста заработной платы; введение нескольких параллельных валютных курсов; увеличение импортных тарифов; снижение государственных расходов, главным образом, за счет сокращения инвестиционной деятельности. На алтарь бюджетно-финансовой стабилизации был положен экономический рост – в 1952 г. ВВП «сжался» на 5%, но инфляция несколько снизилась и в течение четырех лет не превышала 14%⁵⁷⁶.

Достигнутая относительная макроэкономическая устойчивость оказалась краткосрочной, поскольку не сопровождалась ростом производственных

⁵⁷⁵ Яковлев П.П. Перед вызовами времени. Циклы модернизации и кризисы в Аргентине. – М.: Прогресс-Традиция, 2010. С. 44-46.

⁵⁷⁶ Belini C. Inflación, recesión y desequilibrio externo // Boletín del Instituto de Historia Argentina y Americana Dr. Emilio Ravignani. Buenos Aires, 2014. No.40.

капиталовложений и структурной перестройкой экономики. Дестабилизирующим фактором стал военный переворот 1955 г., отстранивший от власти перонистов и перечеркнувший их решения в социально-экономической сфере. В стремлении привлечь иностранный капитал и таким способом нарастить инвестиции военный режим обвалил курс песо (его цена за 1 доллар США снизилась с 8,8 до 22 единиц) и внес коррективы в фискальную политику, отвечавшие интересам предпринимательских кругов и наиболее обеспеченных слоев населения. В результате усилились хозяйственные дисбалансы, цены вышли из-под контроля, и инфляция стремительно поползла вверх, достигнув в 1959 г. уровня «умеренной» гиперинфляции – 113,3%. Разбалансировка финансовой сферы потребовала принятия очередного пакета стабилизационных мер (июль 1959 г.), включивших замораживание цен и заработной платы⁵⁷⁷.

Аргентинским властям удалось «сбить» инфляцию до 27,3% в 1960 г. и 13,5% в 1961 г., но уже с 1962 г. рост цен возобновился и в 1966 г. составил 31,9%, что свидетельствовало о фактическом провале политики инфляционного регулирования и заставило правительство в марте 1967 г. прибегнуть к уже апробированным монетаристским методам: девальвации песо (на 37%) и фиксации цен и заработной платы. Новым элементом стабилизационной программы явилась некоторая либерализация внешней торговли, в частности, снижение импортных пошлин с целью увеличить закупки за рубежом промышленного оборудования. Последствия принятых мер были ожидаемыми: инфляция в 1969 г. понизилась до 7,6%, но это была «Пиррова победа», поскольку сдерживание роста заработной платы вызвало широкое недовольство влиятельных (еще с перонистских времен) профсоюзов и многочисленных политических противников погрязшего в коррупции военного режима. Под давлением оппозиции правительству пришлось допустить увеличение заработной платы, а в начале 1970 г. – провести девальвацию песо, что привело к повышению индекса потребительских цен на 58,5% в 1972 г.⁵⁷⁸ По существу, инфляция в Аргентине приобретала *хронический характер* и становилась трудно преодолимым препятствием на пути достижения макроэкономической стабильности.

В 1973 г. обанкротившийся военный режим был заменен гражданским правительством, которое вновь возглавил Х.Д. Перон (после кончины национального лидера в июле 1974 г. пост президента заняла его вдова Исабель Перон). Новые власти в спешном порядке разработали Акт национального согласия, подписанный представителями правительства, профсоюзов, ведущих предпринимательских объединений и содержащий уже до боли знакомый набор антиинфляционных мер: установление строгого контроля над ценами и заработной платой, увеличение (на 209%) фискальных платежей за пользование землей в хозяйственных целях, существенное повышение экспортных налогов на сельскохозяйственные товары. Одновременно были снижены внутренние цены на мясные изделия, составлявшие основу питательного рациона среднего аргентинца. Принятые решения ущемляли интересы аграрного сектора, десятилетиями обеспечивавшего львиную долю аргентинского экспорта. Перонисты пытались осуществить структурный маневр в пользу промышленных отраслей, защищенных протекционистскими барьерами и получивших крупные правительственные субсидии (элементы политики импортозамещающей индустриализации), а также, по традиции, предприняли шаги по расширению государственных предприятий. Такой курс лишил аграриев стимулов

⁵⁷⁷ Fellinger Jusue E., Mancha Navarro T. Stabilization policies in Argentina: an analysis from the perspective of inflation uncertainty // Working paper 04/2008. Alcalá, 2008. P. 14.

⁵⁷⁸ Muchnik D. Breve historia de la economía argentina. – Buenos Aires, 2010. P. 248-252.

к увеличению производства и внес раскол в бизнес-сообщество, противопоставив друг другу производителей сельскохозяйственной и промышленной продукции⁵⁷⁹.

Не решив старых проблем и столкнувшись с новыми вызовами, перонистское руководство в начале июня 1975 г. предприняло попытку выправить экономические дисбалансы с помощью «шоковой терапии»: девальвации песо на 61,5%, повышения цен на бензин, электричество и газ в диапазоне от 60% до 172%, полной либерализации ставок банковского процента, что больно задевало и бизнес, и рядовых граждан. В качестве компенсации было предусмотрено повышение заработной платы на 38%, что и отдаленно не устроило профсоюзы, объявившие 48-часовую всеобщую забастовку. Прямые угрозы поступили в адрес И. Перон, которая не выдержала давления и «дала задний ход», согласившись на повышение заработной платы на 130%. В результате цели «шоковой терапии» не были достигнуты, а реальные вопросы экономического развития остались без ответа.

Реализация стабилизационных программ кабинета И. Перон привела к катастрофическим финансовым и бюджетным последствиям. Если в 1970 г. собираемые налоги покрывали свыше 80% расходной части бюджета, то в 1975 г. этот показатель снизился до 25%. Как результат – стремительный рост суверенной внешней задолженности (с 3,8 до 10,5 млрд. долл. в 1972-1976 гг.) с целью залатать возникшую бюджетную брешь. Именно в эти годы долг иностранным кредиторам превратился в один из болезненных и конфликтогенных вопросов экономического развития. Своей противоположностью обернулись и антиинфляционные меры: вместо замораживания цен произошел их скачек до 182,8% в 1975 г. и 444% в 1976 г. Власти проиграли «войну» с инфляцией, и *страна вступила в период гиперинфляции*, волна которой накрыла аргентинскую экономику на долгие 17 лет. На деле это означало перманентное обесценение денег и снижение уровня жизни большинства населения. Ситуация усугублялась крайне запутанным валютным регулированием, наличием параллельных обменных курсов песо – официального и свободного, контрпродуктивной практикой властей манипулировать размерами банковского процента, существованием «черного рынка» определенных видов потребительских товаров и расцветом финансовых махинаций. «Экономика, – констатировал видный аргентинский ученый Альдо Феррер, – погрузилась в спекулятивное болото»⁵⁸⁰.

Срыв в инфляционную спираль

В обстановке тотального общественного недовольства политика вновь вмешалась в экономическую жизнь: в марте 1976 г. консервативно настроенные военные отстранили от власти правительство И. Перон, и до 1983 г. страна управлялась диктаторскими режимами. Точкой отсчета их экономического курса стала принятая в июле 1977 г. реформа, предусматривавшая *дерегулирование финансовой деятельности* и превратившая валютные спекуляции в самый выгодный бизнес.

Власти ввели механизм так называемой «*таблички*» (*tablita*) или «ползучей привязки» валютных курсов, известной как «*crawling peg*». Эта система функционировала следующим образом. Правительство заранее обнародовало динамику изменения интервалютного паритета (обменного курса песо), заявив о намерении его постепенного снижения, что давало возможность игрокам на валютных рынках заранее просчитывать свои операции и хеджировать риски. Поскольку в реальном измерении галопирующая инфляция и денежная эмиссия

⁵⁷⁹ Яковлев П.П. Перед вызовами времени. Циклы модернизации и кризисы в Аргентине. С. 66-67.

⁵⁸⁰ Ferrer A. La economía argentina. Desde sus orígenes hasta principios del siglo XXI. – Buenos Aires, 2005. P. 256.

опережали официальное снижение обменного курса песо, то происходило номинальное удорожание национальной валюты, что позволяло финансовым спекулянтам использовать растущее количество «сильного» песо для скупки иностранной валюты и последующих инвестиций за рубежом, включая приобретение там объектов недвижимости. Эти времена, обогатившие определенную часть аргентинского населения, вошли в историю как период «*сладких денег*» (*plata dulce*).

Другим ключевым элементом экономического курса военных режимов явились беспрецедентные по объемам внешние заимствования, благодаря чему в 1977-1983 гг. суверенный долг вырос в 2,7 раза: с 15,3 до 41,1 млрд. долларов. Аргентина прочно вошла в число государств с максимальной внешней задолженностью на душу населения в мире, и в стране утвердилась модель «стимулируемого долгом экономического роста» (the debt led growth model). Если в предыдущий период накопление внешнего долга как бы «сопровождало» экономическое развитие и служило дополнительным источником финансирования, то после 1976 г. задолженность возрастала из-за спекулятивных операций и вывоза капиталов за рубеж, что обернулось декапитализацией аргентинской экономики. Подтверждением этому стал тот факт, что в 1976-1983 гг. реальные сектора «топтались на месте», а ВВП за шесть лет не увеличился ни на один процент⁵⁸¹.

Провал диктаторских режимов в хозяйственной сфере был трагически дополнен в 1982 г. поражением в военной операции против Великобритании на Мальвинских (Фолклендских) островах. В следующем году в стране прошли президентские выборы, победу на которых одержал лидер партии Гражданский радикальный союз, политик социал-демократического толка Рауль Альфонсин. В Аргентине начался отсчет нового политического времени.

Правительство радикалов унаследовало гиперинфляцию, превышавшую 600% в год. В этой связи стержнем стабилизационной политики стал поиск мер, способных обуздать неконтролируемый рост цен. Пакет таких мер был обнародован 14 июня 1985 г. под названием «*План Аустраль*» и включал следующие шаги:

- проведение денежной реформы (на смену обесцененному песо пришла новая денежная единица – аустраль);
- прекращение безудержной эмиссии денежных знаков (за счет чего покрывался хронический дефицит бюджета);
- резкое сокращение государственных расходов; введение новых налогов на экспорт и импорт;
- установление жесткого контроля над заработной платой, потребительскими ценами и тарифами на услуги государственных предприятий⁵⁸².

Сначала властям удалось снизить инфляцию: с 30,5% в июне 1985 г. до 6,2% в июле, 3,1% в августе и 2% в сентябре. На какое-то время несколько уменьшился бюджетный дефицит, улучшилась собираемость налогов. Однако отдельные положительные результаты «Плана Аустраль» не устранили накопившиеся дисбалансы, что дало о себе знать уже в середине 1986 г., когда кривая инфляции вновь поползла вверх. «Хрупкой экономической стабильности, достигнутой «Планом Аустраль», оказалось недостаточно, чтобы развязать gordien узел проблем аргентинской экономики», – писал известный исследователь Габриэль Гринберг⁵⁸³.

Экономическая ситуация резко ухудшилась во второй половине 1980-х годов. Страна переставала быть управляемой, и население утратило доверие к политическим и экономическим институтам. В решающей степени такое положение

⁵⁸¹ Dos siglos de economía argentina (1810-2004). – Buenos Aires, 2005. P. 173, 461.

⁵⁸² Ruge-Murcia F.J. Heterodox inflation stabilization in Argentina, Brasil, and Israel. May 1997 (<https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/handle/1866/444>).

⁵⁸³ Grinberg G. Los candidatos a ministro // El Periodista de Buenos Aires. 1986. No.107. P. 12.

дел было связано с грубыми просчетами правительства радикалов в финансовой политике, которая приобрела весьма специфический характер. В данном случае аргентинцы в полной мере испытали на себе известный *эффект Оливеры-Танци*, суть которого сводится к тому, что в условиях высокой инфляции реальная стоимость собираемых налогов ощутимо снижается. Это ведет к росту бюджетного дефицита, подталкивает власти к увеличению денежной эмиссии и ускоряет инфляцию. Образуется порочный круг, из которого сложно вырваться без радикальных мер, как правило, связанных с резкой девальвацией национальной денежной единицы.

Иллюстрацией того, что происходило в финансовой сфере Аргентины, может служить система, получившая название «недоступные депозиты» и сыгравшая роковую роль в раскручивании инфляционной спирали. Дело заключалось в следующем. Поскольку печатание денег в 1988-1989 гг. приобрело гигантские размеры, угрожавшие подорвать финансовые рынки, то центральный банк обязал коммерческие банки кредитовать его теми средствами, которые размещались на их счетах в виде депозитов. Другими словами: получив деньги от вкладчика, банк автоматически переводил их в центральный банк для финансирования деятельности государственных компаний и других бюджетных расходов. Это вело к известному из экономической теории *эффекту вытеснения (crowding out effect)* кредитов частному сектору, поскольку средства, размещенные на депозитах, становились недоступны. При этом центральный банк выплачивал коммерческим банкам постоянно возрастающий объем процентов за полученные финансовые ресурсы, продолжая печатать деньги и подогревая инфляционные ожидания. Чтобы привлечь новых вкладчиков, в том числе иностранных, правительство установило небывало высокие процентные ставки и приняло на себя обязательство поддерживать неизменным обменный курс. В страну хлынули доллары, которые конвертировались в аустрали и размещались на депозитах под 10% (!) в месяц. Разумеется, эти ресурсы также оставались недоступны для реального сектора экономики, поскольку ни одна производственная компания не могла брать кредит из расчета 12-15% в месяц. Поэтому все деньги «крутились» в банковском секторе, образуя круговорот финансов, не связанных с хозяйственной деятельностью.

Между тем обстановка нагнеталась. Все большее количество международных и местных финансовых спекулянтов, получив баснословные прибыли, не верили в устойчивость аустрали и «выходили из игры», скупая и вывозя из страны доллары. Выполняя обещание правительства, центральный банк пытался поддерживать курс аргентинской денежной единицы и в значительных количествах выбрасывал доллары на рынок. Однако спекулятивные операции достигли таких масштабов, что золотовалютных резервов центрального банка уже не хватало, и 6 февраля 1989 г. он объявил о прекращении долларовых интервенций. Это заявление вызвало *гиперреакцию валютного курса (exchange rate overshooting)*, и произошла обвальная девальвация аргентинской валюты: доллар США подорожал с 17 аустралей в начале февраля 1989 г. до 535 к июню (в 31 раз). Инфляцию буквально «прорвало»: она достигла невероятной величины – свыше 3000%. Это был один из немногих в мировой истории случаев столь масштабного роста цен, не связанного с такими бедствиями, как гражданская война и иностранное нашествие⁵⁸⁴.

В условиях нараставшего финансового хаоса на первый план в деловой жизни выдвинулись ушлые дельцы, которые зарабатывали целые состояния на валютных спекуляциях, ловко используя резкие перепады курса доллара и неспособность правительства управлять ситуацией. В Аргентине окончательно становилось

⁵⁸⁴ Яковлев П.П. Перед вызовами времени. Циклы модернизации и кризисы в Аргентине. С. 103-105.

невыгодным вкладывать капиталы в расширение производства, создание хозяйственной инфраструктуры. Вновь, как в годы военных режимов, возникла «*patria financiera*», то есть «*финансовая родина*», когда кучка крупных спекулянтов втянула в игры с куплей-продажей валюты практически всю страну. В стране в мгновение ока до неприличного уровня в 89 млн. долл. сократились резервы центрального банка, а на всех банковских счетах граждан оказалось только 530 млн. долл.⁵⁸⁵ Внешний долг подскочил до 64,4 млрд. долл., а месячная зарплата миллионов аргентинцев в результате обесценивания национальной денежной единицы – аустраля – зачастую составляла в эквиваленте 30-40 долларов⁵⁸⁶.

Такова была макроэкономическая обстановка, в которой 14 мая 1989 г. состоялись очередные президентские выборы. Уверенную победу на них одержал кандидат перонистов Карлос Менем, чье правление вписало новую страницу в экономическую историю Аргентины.

От либерализации экономики к дефолту

С приходом к власти правительства перонистов в Аргентинской Республике начался процесс глубоких перемен, многие из которых были совершенно неожиданными как для большинства голосовавших за К. Менема избирателей, так и для аргентинского общества в целом. Большой сюрприз ожидал и все международное сообщество, поскольку президент-перонист, выступавший в ходе избирательной кампании с традиционными популистскими лозунгами, стал «крестным отцом» неолиберального курса в духе Вашингтонского консенсуса.

Кардинальное значение для формирования общей линии новой экономической политики имело одобрение Национальным конгрессом закона 23.938, который вступил в силу 1 апреля 1991 г. и вошел в историю как закон «О конвертируемости» (*convertibilidad*), коренным образом поменявший валютно-финансовую ситуацию в стране⁵⁸⁷. Его основные положения сводились к следующему:

- Центральный банк был обязан в неограниченном количестве продавать иностранную валюту из расчета 10 тыс. аустралей за 1 доллар США. Несколько позднее (с 1 января 1992 г.) вводилась новая денежная единица с традиционным названием – песо, и устанавливался ее паритет с американским долларом (1:1).
- Центральный банк обязывался постоянно располагать золотовалютными резервами в объеме не меньше 110% имевшейся в обороте денежной массы (агрегат M_1).
- Запрещалась индексация контрактов, номинированных в аустралях, благодаря чему блокировался «переброс» инфляции в будущее и прерывалась инфляционная инерция, с которой страна жила несколько десятилетий.
- С целью укрепить фактически вводимый в стране *бимонетарный режим* (равноправное хождение двух денежных единиц: аргентинского песо и доллара США) разрешалось впредь заключать контракты в американских долларах.

В результате принятых решений суживалась макроэкономическая роль Центрального банка, утратившего возможность финансировать государство путем практически бесконтрольной эмиссии денег (как правило, по требованию исполнительной власти, которая таким способом «заделывала» бреши в федеральном бюджете и одновременно «разгоняла» инфляцию). В условиях системы «конвертируемости» государство могло получить дополнительные средства

⁵⁸⁵ Castro J. La gran decada. Del abismo al crecimiento. – Buenos Aires, 2000. P. 41.

⁵⁸⁶ Conesa E. Que pasa en la economía argentina. – Buenos Aires, 2000. P. 94.

⁵⁸⁷ Механизм «конвертируемости» был вариантом известной в международной практике «валютной доски» (currency board) – фиксации курса национальной денежной единицы к иностранной валюте.

только путем заимствований на внутреннем или внешнем финансовых рынках, выпуская соответствующие суверенные долговые инструменты (обязательства). Такое положение дел теоретически должно было вынудить власти укреплять финансовую дисциплину и повышать собираемость налогов – единственный источник денежных поступлений, не считая заимствований.

Главным достижением режима «конвертируемости» стало подавление инфляции. Индекс потребительских цен упал со 171,7% в 1991 г. до 24,9% в 1992 г., 10,6% в 1993 г., 4,2% в 1994 г. и 3,4% в 1995 г., а в период 1996-2001 гг. колебался в пределах от 0,9% (максимальный показатель) до -1,1% (дефляция). Такого в аргентинской истории не было никогда.

Введение режима «конвертируемости» явилось ключевым элементом неолиберального курса рыночных реформ, проведение которых направлял министр экономики Доминго Кавалло⁵⁸⁸. Под его руководством был проведен форсированный демонтаж государственного сектора, предприятия которого перешли в частные руки, а также произошло «открытие» национального хозяйства международной конкуренции (в 1990-1998 гг. оборот внешней торговли вырос в 3,5 раза), чем воспользовались транснациональные корпорации и банки, «оседлавшие» приватизацию и возглавившие процесс глобализации аргентинской экономики. В 1990-е годы экономический рост в решающей степени поддерживался за счет внешних финансовых потоков в форме прямых и портфельных инвестиций, многомиллиардных частных и государственных долговых обязательств.

В терминах финансовой либерализации Аргентина стала одной из самых открытых экономик мира, что критически повысило ее экзогенную уязвимость, которая в полной мере дала о себе знать в конце 1990-х годов. В этот период произошло сопряжение целого ряда негативных факторов, зародившихся в недрах неолиберальной модели и дестабилизировавших финансово-экономическое положение страны. Во-первых, парадоксальным образом резкое сокращение госсектора не привело к снижению расходов консолидированного бюджета. Напротив, эти расходы в 1989-1999 гг. выросли в 4,2 раза, заметно обгоняя темпы роста экономики и увеличения доходов. В итоге бюджетный дефицит, сниженный в 1993 г. до 0,3% ВВП, в 1999 г. составил 4,7%. Во-вторых, выросла суверенная задолженность (с 60 млрд. долл. в 1991 г. до 144 млрд. в 2001 г.), платежи по обслуживанию которой стали непосильным бременем и в конечном счете подорвали финансовые возможности аргентинского государства. В-третьих, огромных объемов достиг вывоз капиталов за рубеж (более 100 млрд. долл. к 2000 г.), что ясно указывало на утрату доверия инвесторов к способности властей контролировать ситуацию, сохранять положительную хозяйственную динамику и поддерживать устойчивость национальной валюты⁵⁸⁹.

Предчувствие инвесторов не обмануло: экономическое положение стремительно ухудшалось, а власти принимали одно отчаянное решение за другим. Последним актом неолиберальной драмы стал печально известный «загончик» – введение с 3 декабря 2001 г. ограничения на снятие наличных денег с банковских счетов (не более 250 песо/долларов в месяц), что должно было ограничить «бегство» капиталов. В ответ по стране прокатилась волна протестных выступлений, вынудившая президента и правительство уйти в отставку. 23 декабря 2001 г. временный глава государства Адольфо Родригес Саа объявил о введении моратория на платежи по обслуживанию суверенного долга, что означало

⁵⁸⁸ Д. Кавалло приобрел мировую известность в качестве «творца аргентинского экономического чуда» и после ухода в отставку приглашался властями целого ряда стран, включая Россию, для консультаций.

⁵⁸⁹ Яковлев П.П. Аргентина: цикл иллюзий и разочарований // Латинская Америка. 2002. №№5, 6.

объявление *самого крупного в мировой истории дефолта*. Хотя эта экстраординарная мера не распространялась на долги МВФ, Межамериканскому банку развития и гарантированные государством займы, объем дефолтированных финансовых инструментов превысил рекордную сумму – 80 млрд. долл.

Разумеется, в самом факте аргентинского дефолта не было ничего уникального. Он стал девятым по счету мораторием, к которым прибегали различные государства, включая Россию, в период с 1997 г. Но масштабы проблемы были беспрецедентны, что акцентировало те риски, на которые пошел официальный Буэнос-Айрес. В результате Аргентина вступала в 2002 г. в новом качестве: не как неолиберальный образец для подражания, а как находящийся в глубоком кризисе несостоятельный международный должник.

Провал инфляционного таргетирования

Крах неолиберальной модели заставил аргентинский истеблишмент круто изменить стратегию развития и взять на вооружение макроэкономическую политику националистического и этатистского толка. Ее основные черты утвердились в период президентства Нестора Киршнера (2003–2007 гг.) и получили окончательное оформление при его супруге Кристине Фернандес де Киршнер (глава государства с 2007 по 2015 гг.). В эти годы своеобразного президентского «семейного подряда» стратегия социально-экономического развития стала опираться на следующие основополагающие факторы:

- установленный после дефолта конкурентоспособный обменный курс песо по отношению к доллару США (около 3:1 в конце 2002 г. и 4:1 в 2009–2011 гг.), стимулировавший аргентинский экспорт и сдерживавший импорт;
- профицит бюджета, давший в руки правительства значительные средства для выполнения государственных экономических и социальных программ и наращивания валютных резервов (с 13,8 млрд. долл. в 2003 г. до 52,2 млрд. в 2010 г.);
- радикальная реструктуризация дефолтированной задолженности, в результате чего госдолг уменьшился с 70% ВВП в 2003 г. до 38% в 2011 г. Однако часть инвесторов (так называемые *hold-outs*) не согласились на условия Буэнос-Айреса и предъявили аргентинскому правительству судебные иски, фактически лишив его доступа к международному рынку капиталов;
- усиление государственного вмешательства в экономику, включая национализацию отдельных предприятий (многие из которых оказались нерентабельными) и широкое использование государственных субсидий в целях поддержания низких тарифов на коммунальные услуги, в энергетике и на транспорте;
- политика «социального включения» – повышение уровня жизни большинства населения, рост зарплат и пенсий, денежные субсидии малоимущим гражданам, стимулирование потребления. Средняя зарплата в частном секторе, составлявшая в 2006 г. 684 долл. в месяц, в 2012 г. достигла 1795 долл., то есть увеличилась в 2,6 раза, что существенно превышало динамику роста производительности труда⁵⁹⁰.

Новая экономическая политика и благоприятная международная конъюнктура высоких цен на товары аргентинского экспорта принесли свои плоды и обеспечили выход из кризиса. В период 2003–2012 гг. («золотое десятилетие») ВВП, рассчитанный в постоянных ценах, практически удвоился. По среднегодовым

⁵⁹⁰ Яковлева Н.М., Яковлев П.П. Аргентина: модель развития в полосе испытаний / Год планеты. Экономика, политика, безопасность. – М.: Идея-Пресс, 2012. С. 442–452.

темпам его прироста (7,3%) Аргентина опережала подавляющее большинство государств земного шара. Такого результата страна не добивалась с 1914 г., то есть почти 100 лет. Ощутимо выросло производство основных промышленных и сельскохозяйственных товаров, значительно возрос внешнеторговый оборот, существенно увеличились валютные резервы, снизилась долговая нагрузка на экономику. На волне хозяйственного подъема улучшились социальные показатели, сократились бедность и безработица. Но те дисбалансы, которые характеризовали этатистскую модель, генерировали негативные эффекты и разрушали ее изнутри.

Первые раскаты грома прокатились уже в 2005 г., когда индекс потребительских цен достиг 12,3%, что явно не укладывалось в схему стабилизации финансового положения страны. Инфляция (в очередной раз в аргентинской истории) стала главной угрозой макроэкономической стабильности. Предпринятые администрацией Н. Киршнера экстренные меры по сдерживанию роста цен позволили в 2006 г. снизить инфляцию до 9,8% и несколько приглушить страхи перед возможностью нового гиперинфляционного всплеска. Но проблема осталась, и она приковала к себе внимание правящих кругов, делового мира и экспертного сообщества в самой Аргентине, вызвала комментарии за рубежом. Тогдашний президент МВФ Родриго Рато назвал «инфляционный навес» над аргентинской экономикой «опасным», а нобелевский лауреат по экономике 2006 г. Эдмунд Фелпс высказался в том плане, что в Аргентине происходил процесс «*накопления инфляции*», который правительство пыталось скрыть с помощью «статистических ухищрений». Другой гуру – Пол Кругман связал инфляцию с перегревом аргентинской экономики и в качестве одного из направлений антиинфляционной политики предложил повышение обменного курса песо. Почти все специалисты были солидарны в том, что инфляция – острейшая проблема хозяйственного развития страны, «ахиллесова пята» экономической политики. Крайне раздраженную реакцию Н. Киршнера вызвали указания на то, что инфляцию провоцировал чрезмерно выросший потребительский спрос. Президент заявил: «Это ложь, что рост внутреннего потребления носит инфляционный характер. Так утверждают определенные экономисты ортодоксального толка, ратующие за дальнейшую концентрацию национального богатства»⁵⁹¹.

В этой связи особую актуальность приобрел закономерный вопрос: какова была действительная природа очередного инфляционного витка в Аргентине? Инфляция «образца 2000-х годов» – многофакторное явление, в основе которого лежал целый комплекс причин. «Вздутие цен» одновременно носило характер и инфляции спроса, и инфляции предложения. В первом случае речь шла о прямых последствиях повышения доходов и покупательной способности подавляющей части населения, увеличения совокупного спроса, что не всегда удовлетворялось ростом местного производства и импортными поставками (*output gap*). Вместе с тем имела место и инфляция издержек. Такие факторы, как повышение заработной платы, растущие расходы на приобретение зарубежного оборудования и технологий увеличивали себестоимость производства, что далеко не всегда и не в полной мере компенсировались ростом производительности труда и общим повышением хозяйственной эффективности. Пониманию феномена аргентинской инфляции служит и *кривая Филлипса*, указывающая на то, что с повышением заработной платы и занятости и снижением безработицы (а именно эти процессы развивались в Аргентине) происходит рост цен. Действительность подтверждала эту формулу.

Болезненную реакцию в обществе вызывал тот факт, что при уровне инфляции, например, в 12,3% (2005 г.) цены на целый ряд товаров массового

⁵⁹¹ Kirchner: el consumo no provoca inflación // La Nación. Buenos Aires, 19.09.2007.

спроса, включая продовольствие, выросли значительно больше: на 18-20%. Это затронуло интересы среднего класса и малоимущих слоев населения, которым было сложно поверить в официальные показатели инфляции. Отсюда – сомнение в истинности правительственных заявлений. По результатам социологических исследований, большинство населения страны считало реальной цифрой роста цен в 2007 г. – 20%, то есть практически вдвое выше, чем данные Национального института статистики (INDEC)⁵⁹². Проведенный в декабре 2007 г. репрезентативный опрос 25 аргентинских экономистов показал, что ни один из них не доверял официальной статистике и оценивал уровень годовой инфляции в пределах 16–21%. Причем, по мнению специалистов, 20-процентная инфляция могла стать «точкой невозврата» и означать начало неконтролируемых инфляционных процессов.

Историческая память «кошмарила» аргентинские власти и общество в целом, делая их особо чувствительными к любой угрозе очередного витка инфляционной спирали. В попытке не допустить его, администрации Н. Киршнера и К. Фернандес де Киршнер встали на путь *таргетирования инфляции* – постепенного снижения ее до уровня 3-4%. Спецификой антиинфляционного курса стало сочетание политики сдерживания роста тарифов и цен (в частности, путем соглашений с производителями и торговыми сетями, охвативших свыше 500 базовых продуктов) с мерами по ограничению экспорта отдельных продовольственных товаров. В итоге правительство получило так называемый «*эффект кобры*» – результат прямо противоположный ожидаемому⁵⁹³. Предложение целого ряда товаров сократилось, а цены продолжали расти, механизм таргетирования инфляции не сработал. В этих условиях власти пошли по пути наименьшего сопротивления: работу INDEC поставили под правительственный контроль, а сама методология подсчета динамики потребительских цен была изменена таким образом, что стала невозможной более или менее реальная оценка темпов инфляции. Официальные цифры роста цен стали все больше отличаться от независимых экспертных данных и главное – от непосредственных ощущений потребителей.

Рост цен или рост экономики?

В апреле 2008 г. Министерство экономики разработало обновленную программу антиинфляционных мер, включившую ряд радикальных предложений. Например, предусматривалось повышение тарифов на электричество, газ и транспорт; сокращение государственных расходов на создание объектов инфраструктуры; замораживание заработной платы; поощрение конкуренции на рынках потребительских товаров; стимулирование роста срочных банковских депозитов; обеспечение независимости INDEC; ограничение сверхприбылей крупнейших торговых сетей (в Аргентине уровень их прибыльности в 2-3 раза превышал среднемировой)⁵⁹⁴.

Проблема состояла в том, что реализация указанной программы могла привести к торможению экономического роста, что шло вразрез со стратегией Н. Киршнера и К. Фернандес де Киршнер и потому вызвало их недовольство, став одной из причин отставки автора программы – министра экономики Мартина Лусто. Новый глава ведомства положил предложения своего предшественника под сукно, но от этого острота ситуации не спадала. «С уходом Лусто, – отмечалось в исследовании консалтинговой фирмы «Ecolatina», – проблемы никуда не делись»⁵⁹⁵.

⁵⁹² Известный экономист Хорхе Овьедо сравнивал данные INDEC с «советской статистикой», которая давала лишь показатели, удобные власти. – Oviedo J. Estadísticas soviéticas // La Nación. 4.01.2008.

⁵⁹³ См.: Зиберт Х. Эффект кобры. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2003.

⁵⁹⁴ Econometría. Informe especial No.390, abril 2008 (<http://www.econometria.com.ar>).

⁵⁹⁵ Ecolatina. Informe Económico Semanal. – Buenos Aires, 2008. No.662. P. 1.

Как бы подтверждая эту оценку, в августе 2008 г. руководство Аргентинского индустриального союза оценило уровень инфляции в стране в 25% (правительство называло 7%) и потребовало «срочной нормализации» работы INDEC.

Одной из кардинальных ошибок правительства, по мнению авторитетного эксперта Марио Бродерсона, было сохранение так называемой «*дисторсии цен*» (то есть поддержание цен, не отражающих экономические реалии и противоречащих здравому смыслу). Например, бензин в Аргентине стоил наполовину дешевле, чем в соседних латиноамериканских государствах, а природный газ для бытового потребления в Буэнос-Айресе – в 13 раз меньше, чем в Чили и в 25 раз – чем в Бразилии. Похожая картина наблюдалась в области общественного транспорта и снабжения электроэнергией. Это отрицательно сказывалось на рентабельности частного бизнеса, занятого в данных секторах, и заставляло государство наращивать объемы субсидий, что, в конечном счете, вело к нарушению бюджетного равновесия. М. Бродерсон подчеркивал, что власть не исправляет даже очевидных макроэкономических промахов, придерживается стратегии «больше того же самого», и определил правительственный курс как «*шлепанье по грязи*» (*muddling through*)⁵⁹⁶.

Новым вызовом для властей стал бюджетный дефицит – прямое следствие безудержного роста субсидий и других трансакций (бюджетные расходы в 2003-2012 гг. выросли в 8,5 раза: с 28 млрд. до 240 млрд. долл.). Осложнение финансового положения подтолкнуло правительство к принятию ряда рискованных решений. В частности, отрицательные последствия повлекли за собой меры по жесткому валютному контролю, введенные в конце 2011 г. Аргентинцы в одночасье лишились возможности свободно приобретать иностранную валюту, что моментально привело к возникновению «черного рынка» и нескольких обменных курсов. К 2015 г. «закрепились» два основных курса доллара – официальный, регулируемый центральным банком, и параллельный – так называемый «dollar blue» (на 1 июля 2015 г. – соответственно 9 и 13,5 песо за 1 доллар).

Между тем, в результате экспансионистской кредитно-денежной политики и неблагоприятных изменений на мировых рынках (падения цен на товары аргентинского экспорта) Аргентина вступила в период аккумуляции структурных дисбалансов и финансовых проблем. Проявлением нараставших трудностей стало резкое торможение экономического роста, как констатировали эксперты, произошел переход от «китайских темпов» развития к «японской депрессии»⁵⁹⁷. В сочетании с сохраняющейся высокой инфляцией, реальные индексы которой оценивались в пределах 25-30% в год (в три раза выше официальных данных), стагнация превращалась в *стагфляцию* со всеми вытекающими из этого последствиями. В 2012-2015 гг. произошло падение ВВП, на 30% сократилась стоимость экспорта, выросли дефициты бюджета и счета текущих операций, на 18,2 процентных пункта ВВП увеличился суверенный долг, на 35% снизились валютные резервы и т.д. (см. табл. 19.2). Аргентинская экономика, отмечали эксперты МВФ, «достигла дна».

В условиях быстро нараставших кризисных явлений неотвратимо приближались очередные президентские выборы, назначенные на 25 октября (первый тур) и 22 ноября (второй тур) 2015 г. Аргентинское общество разделилось на сторонников и противников существующего порядка, и политические альянсы, зарегистрированные для участия в президентской гонке, отражали эти настроения. Если союзники действующей власти шли на выборы под лозунгом преемственности сложившейся популистской модели, то оппозиция сделала ставку на избирателей, недовольных положением дел в различных сферах общественной жизни, и выступила с лозунгом радикальных экономических и социально-политических

⁵⁹⁶ Argentina Macroeconomic Outlook. Septiembre 2008 (<http://www.econometrica.com.ar>).

⁵⁹⁷ Kanenguiser M. Advierten incipientes síntomas de recesión en la economía // La Nación. 15.05.2012.

перемен. Несмотря на наличие огромного административного ресурса, находившегося в руках кандидата правящего режима, победу во втором туре одержал оппозиционер – выходец из предпринимательских кругов Маурисио Макри, 10 декабря 2015 г. вступивший на пост президента⁵⁹⁸.

Таблица 19.2.

Аргентина: ключевые макроэкономические показатели (2012-2016 гг.)

Показатель	2012	2013	2014	2015	2016
ВВП, млрд. долл.	608	622	538	599	545
Экспорт, млрд. долл.	80,0	76,0	68,3	56,7	57,8
Счет текущих операций, млрд. долл.	-1,4	-12,1	-8,1	-15,9	-14,7
Инфляция, % (данные INDEC)	10,8	10,9	23,9	27,5	39,4
Государственный долг, % ВВП	35,1	38,8	42,8	53,3	54,2
Валютные резервы, млрд. долл.	43,3	30,6	31,4	28,0	37,8
Валютные резервы, % ВВП	7,1	4,9	5,8	4,7	6,9
Бюджетный дефицит, % ВВП	1,8	2,5	4,3	3,1	4,8

Источник: CEPAL. Estudio Económico de América Latina y el Caribe. 2017. Argentina (<http://repositorio.cepal.org/>).

Перед новым главой государства встала сложнейшая задача очистить «авгиевы конюшни», оставленные предыдущей администрацией в финансово-экономической сфере, и прежде всего – «сбить» инфляцию, являющуюся одним из основных препятствий на пути восстановления хозяйственного роста и придания ему динамичного, устойчивого характера. Для этого правительство должно было развязать (или разрубить) тугие узлы, образовавшиеся в экономике в период правления семьи Киршнеров – устранить параллельный обменный курс песо, провоцировавший валютные спекуляции, получить доступ к международным кредитам; пересмотреть в сторону существенного повышения тарифы, ослабить налоговый прессинг на экспортеров, обеспечить приток в экономику крупных производственных капиталовложений и т.д.

М. Макри приступил к корректировке экономической политики буквально в первые дни после вступления в должность. Уже 17 декабря 2015 г. был введен единый обменный курс песо, что сопровождалось девальвацией на 30%. Тем самым решались две задачи: выбивалась почва из-под ног валютных спекулянтов и повышалась конкурентоспособность аргентинских товаров и услуг на мировых рынках. Аргентинские экспортеры и импортеры выиграли и от снижения (или полной отмены) внешнеторговых налогов и резкого сокращения (с 19 тыс. до 1,4 тыс.) количества товаров, импорт которых был ограничен. Принципиальное значение имело проведенное «без анестезии» повышение тарифов на газ, воду и электроэнергию (в отдельных случаях такое повышение достигало 300-500%)⁵⁹⁹. Предпринимая столь радикальные и объективно необходимые шаги, новая власть вступала в зону высоких рисков, поскольку указанные конкретные меры (например, абсолютно неизбежный рост тарифов) в ряде случаев затрудняли решение поставленных стратегических задач: подавление инфляции и ускорение экономического роста.

Стремясь сократить риски и создать условия для притока инвестиций и повышения деловой активности, правительство добилось урегулирования конфликта с *hold-outs*, что означало окончательный выход страны из дефолта через 15 лет после его объявления. Последствия не замедлили сказаться. Аргентина

⁵⁹⁸ Яковлева Н.М. Аргентина: переход к «старой норме». Итоги президентских выборов 2015 г. // Латинская Америка. 2016. №2. С. 35-49.

⁵⁹⁹ Rebosio A. Macri da un giro a la economía al inicio de su mandato // El País. Madrid. 3.01.2016.

вновь вышла на мировой рынок кредитов, а переговоры с представителями местных и иностранных корпораций обеспечили формирование портфеля капиталовложений в размере свыше 45 млрд. долл. на период 2016-2019 гг.⁶⁰⁰ В числе крупнейших ТНК, планирующих инвестировать в аргентинскую экономику, фигурируют: американские «General Electric», «Motorola» и «AT&T», германская «Siemens», англо-голландская «Shell», испанская «Telefónica», мексиканская «Claro», российская «Газпром».

В конце сентября 2016 г. центральный банк официально объявил о переходе к режиму *таргетирования инфляции* и установил следующие целевые параметры роста потребительских цен: 12-17% в 2017 г., 8-12% в 2018 г. и 5% в 2019 г.⁶⁰¹ По мнению экспертов, центральный банк таким образом «удваивал ставки» в антиинфляционной борьбе, посылал положительный сигнал бизнесу и стремился вселить оптимизм в аргентинское общество. Вместе с тем многие специалисты высказывали сомнения в том, что властям удастся достичь поставленных целей в намеченные сроки.

Действительность подтвердила обоснованность осторожных оценок. За два года нахождения у власти кабинету М. Макри удалось добиться некоторых положительных сдвигов и «завести» мотор экономики: в 2017 г. ВВП вырос на 2,9%, несколько увеличился экспорт товаров и услуг, значительно (с 37,8 млрд. до 47,2 млрд. долл.) возросли валютные резервы, стабилизировался обменный курс песо. Однако снизить инфляцию до целевых показателей Розовому дому не удалось. По итогам 2017 г. рост потребительских цен составил 24,8%, а прогноз на 2018 г. был скорректирован в сторону повышения с 10% до 15%. Аргентинские экономисты считают, что правительство «проигрывает сражение» с инфляцией, поскольку для решения текущих финансовых проблем вынуждено наращивать количество наличных денег в обращении и на банковских счетах до востребования (агрегат М₁ только за первые 9 месяцев 2017 г. увеличился на 31%)⁶⁰². Другими словами, от администрации М. Макри еще потребуется немало усилий, чтобы снизить инфляцию до приемлемого уровня.

* * *

Борьба с инфляцией на протяжении практически всего послевоенного периода являлась константой макроэкономической политики аргентинских властей, входила приоритетной задачей в повестку дня всех без исключения правительств.

В настоящее время инфляция в Аргентине подпитывается рядом разнородных факторов, существенно затрудняющих борьбу с этим деструктивным явлением. Говоря о перспективах эффективного антиинфляционного регулирования, следует иметь в виду, что оно подразумевает взвешенное использование различных инструментов: монетарных рычагов контроля над инфляцией, таможенно-тарифных мер, кредитной и долговой политики, инвестиционной и внешнеторговой стратегии. Эмпирические данные показывают, что устранение макроэкономических дисбалансов и наращивание производственных капиталовложений (преимущественно частных) лучше, чем чтобы то ни было, снижают инфляционный потенциал денежного расширения. Частные инвестиции, «оседающие» в реальном секторе экономики и пользующиеся поддержкой государства, – это именно тот механизм, который способен обеспечить решение стоящей перед аргентинским обществом двуетапной задачи: ускорение экономического роста с одновременным снижением инфляции.

⁶⁰⁰ Macri celebra anuncios inversiones de “miles de millones” en foro empresarial. 25 septiembre, 2016 (<http://www.infolatam.com/>).

⁶⁰¹ BCRA. Comunicado de política monetaria. – Buenos Aires, 27 septiembre de 2016 (<http://www.bcra.gob.ar/>).

⁶⁰² Castiñeira R. Argentina y el karma de la inflación. 11.01.2018 (<http://www.notiar.com.ar/index.php/>).

Глава 20. Инфляция в странах Африки южнее Сахары

Для многих государств Африки южнее Сахары, или Субсахарской Африки (ССА), высокая инфляция – перманентная и привычная макроэкономическая проблема на протяжении всего времени их независимого развития. Она оказывает серьезное, в основном негативное воздействие на темпы и характер развития их экономик, часто сводя на нет многолетние усилия по реформированию хозяйств и повышению уровня жизни населения. Анализ исторической динамики и характера воздействия инфляционных процессов на длительных отрезках времени свидетельствует о циклическом характере мегатрендов инфляции в странах Тропической Африки. Однако с изменением за время независимости уровня развития национальных экономик, с усложнением и модернизацией хозяйственных взаимосвязей и более глубоким вовлечением африканских стран в процесс глобализации меняется сравнительная значимость различных драйверов инфляции и конкретные проявления воздействия последней на экономики ССА.

Историческая динамика и новейшие тренды

Большинство стран континента стали суверенными государствами в 1960-е годы. При этом лишь часть из них пошла по пути создания собственных суверенных денежно-финансовых систем и введения собственной валюты. Французские колонии в Западной и Центральной Африке сохранили единую денежную единицу – франк КФА, жестко привязанную к французскому франку. Другие страны создали свои собственные суверенные денежные и финансовые системы. Последствия такого выбора по сей день отражаются на динамике инфляции в конкретных странах ССА. Поскольку денежная эмиссия франка КФА фактически осуществлялась центральным Банком Франции, ни одна страна не могла решать свои экономические проблемы с помощью печатного станка. Показатели инфляции в двух юридически обособленных зонах франка КФА⁶⁰³ исторически несколько ниже, чем в среднем по региону ССА.

В течение первого десятилетия независимого развития стран ССА (условно, с начала 1960-х годов и до нефтяного кризиса 1973 г.) инфляционные тренды в этом регионе совпадали с общемировыми. В те годы в среднем показатель дефлятора ВВП, отражающий степень инфляции по всей совокупности производимых и потребляемых товаров и услуг в регионе ССА, был не выше 4% годовых. Более того, освободившиеся страны Африки, несмотря на сохранявшуюся в это время почти полную зависимость от экономик их бывших метрополий, реагировали на начавшееся со второй половины 1960 годов ускорение инфляции в развитых странах Европы с явным запозданием.

Индекс *потребительских цен (ИПЦ, или в англоязычной аббревиатуре CPI)* измеряющий инфляцию исключительно потребительских товаров и услуг, приобретаемых конечными покупателями, оставаясь ежегодно (за редким исключением) на 7-9 процентных пункта выше значений дефлятора, на длительных

⁶⁰³ В силу преемственности зонального деления, сохраняющегося с колониальных времен, формально отдельно существуют зона «западноафриканского» франка КФА (XOF), включающая Бенин, Буркина-Фасо, Гвинею-Бисау, Кот-д'Ивуар, Мали, Нигер, Сенегал, Того, и зона «центральноафриканского» франка КФА (XAF), включающая Габон, Камерун, Республику Конго, ЦАР, Чад и Экваториальную Гвинею. Эмиссию XOF осуществляет расположенный в Дакаре центральный банк Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), а XAF – центральный банк Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC). В обмен на гарантию конвертируемости франка КФА со стороны Франции эти страны согласились поместить 65% своих валютных резервов на специальный счет в Казначействе Франции. Также метрополии было предоставлено право вето в отношении денежной политики стран Зоны франка в случае овердрафта счета. С 1 января 1960 г. был установлен курс: 1 французский франк = 50 франков КФА, с 12 января 1994 г.: 1 французский франк = 100 франков КФА. После введения евро с 1 января 2002 г. 1 евро = 655,957 франка КФА.

временных отрезках в целом повторял траекторию последнего. В то же время за всю историю статистического наблюдения⁶⁰⁴ были только три коротких временных отрезка (1999-2002, 2004-2006 и 2010-2013 гг.), когда значение дефлятора было выше прироста индекса потребительских цен. В эти три периода темпы роста цен на потребительские товары отставали от роста цен производителей и оптовых цен. При этом в условиях ССА происходило это в основном за счет резкого неблагоприятного изменения условий торговли и увеличения разрыва в «ножницах цен» (см. рис. 20.1).

Составлено по: World Databank.World Development Indicators
(<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=SSF#>).

Рисунок 20.1. Динамика показателей дефлятора ВВП и индекса потребительских цен (ИПЦ) в странах Субсахарской Африки за период 1960-2017 гг. (%)

После «нефтяного шока» 1973 г. инфляция в регионе, измеренная через показатель дефлятора, резко взмыла вверх, достигнув в 1975 г. локального пика в 14,16%. С лагом в один год потребительская инфляция также резко увеличивается, достигая локального рекорда той поры в 18,31%. Впоследствии он будет превзойден только один раз за всю историю наблюдений с 1960 по 2016 гг. С начала 1980-х годов инфляция постепенно год от года снижается. Тем не менее со времени нефтяного кризиса оба индикатора стабильно оставались выше 10-процентного уровня до середины 1980-х годов. Если в бывших метрополиях во времена «Великой инфляции семидесятых» (точнее, с 1975 по 1988 гг.) годовая потребительская инфляция составляла в среднем 7%, то в ССА показатель находился на уровне 16,7%.

Конечно, страновые экономические отличия в Африке всегда очень значительны. Это касается и статистики инфляции. В государствах, входящих в зону франка КФА, показатели инфляции были сравнительно менее высокими, поскольку их валюта была жестко привязана к французскому франку (ныне – к евро). Из-за этого каждое из правительств было несколько ограничено в произвольном использовании денежных инструментов, что в большинстве случаев не позволяло

⁶⁰⁴ Регулярный расчет индекса CPI по всему региону ССА ведется только начиная с 1972 г. (см. рис. 20.1 в тексте). За предыдущие годы имеются только разрозненные и по большей части несравнимые данные по отдельным странам ССА.

согласно собственному пониманию использовать денежные инструменты как в популистских целях, так и для поддержки национального бизнеса. Однако в странах региона, где существовали суверенные национальные денежные системы, правительства были более свободны в произвольном выборе направлений и средств реализации своей денежно-кредитной политики. У большинства она чаще всего не была успешной. На протяжении 1970-1980-х годов большинство африканских стран страдали от бича высокой инфляции. В Гане, Сьерра-Леоне, Уганде и Заире в этот период темпы инфляции выражались трехзначными цифрами.

В конце 1980-х – начале 1990-х годов, оказавшись в однополярном мире, страны региона в своем большинстве принимают положения «вашингтонского консенсуса» и начинают реализацию его достаточно жестких требований, проводя реформы по сокращению госсектора, свертыванию госрасходов и либерализации экономики. Они адаптируют соответствующим образом и свою монетарную политику. Немедленной реакцией на новации в структурной и денежной политике становится рост инфляции, сначала медленный, а затем неуклонно ускоряющийся.

Идеология реформ в соответствии с постулатами «консенсуса» постепенно входят в противоречие с реалиями колониального наследия формата зон КФА. Курс африканской валюты, искусственно привязанный к французскому франку, в условиях африканских экономик оказывается стабильно завышен, в то время как постулаты консенсуса требуют избавиться от завышенных курсов национальных валют. В игру вступают политические и откровенно популистские аргументы в пользу снижения курса франка КФА. Появляется ряд исследований, которые доказывают, что высокий курс из расчета 1 франц. фр. = 50 фр. КФА, выгоден лишь состоятельным элитам, и позволяет им дешевле приобретать импортные товары, в то время как значительная часть африканских сельхозпроизводителей из-за завышенного курса испытывают затруднения с экспортом своей продукции⁶⁰⁵.

В 1994 г. была произведена девальвация франка КФА на 50%, которая повлекла за собой резкий взлет цен в 13 странах, использовавших в то время эту валюту. Отмечался «перелив инфляции» в соседние страны, активно вовлеченные в экономические связи с зоной КФА. В тот год статистика фиксирует экстремальные показатели инфляции (в среднем по региону дефлятор – 23,24%; прирост CPI – 26,08%), остающиеся рекордными по сей день. Однако жесткая количественная привязка франка КФА к якорю французской валюты в конечном итоге оказалась сдерживающее влияние. Кроме того, установившиеся низкие мировые цены на сырую нефть благотворно сказались на торговых балансах стран-импортеров этого сырья и постепенно на снижении издержек производства. Уже годом-двумя позже в среднем по региону темпы инфляции упали. В 1997 г. потребительская инфляция в ССА сокращается до самых низких значений (5,01%) за предшествовавшую четверть века. Дефлятор ВВП достигает аналогичного минимума в 4,77% в 1999 г.

С исчезновением французского франка в 2002 г. франк КФА был перепривязан к единой валюте еврозоны. При этом введено правило, в соответствии с которым в случае роста курса евро и увеличения денежной массы, выраженной в СДР, центральные банки каждой из зон КФА кредитуют свои операционные счета во французском казначействе, сокращая свои резервы и ужимая кредит. Этот механизм призван нивелировать инфляционный эффект сильного евро.

С поправкой на африканские реалии можно говорить, что в начале 2000-х годов впервые за полтора десятилетия, вследствие улучшения макроэкономического управления и благоприятной для многих стран региона конъюнктуры на внешних рынках инфляция в значительной степени была взята под контроль. Вплоть до

⁶⁰⁵ Гущин Е.В., Павлов В.В., Валюты и валютные системы стран Африки. – М.: ИАФР РАН, 2003. Часть 1.

начала мирового финансового кризиса в 2007 г. она в среднем была на уровне 6-7%, что создавало благоприятные условия для экономического роста и было достаточно комфортным для большинства экономических единиц региона. Это же время было самым длительным периодом реального роста африканских экономик, державшегося в среднем по ССА на уровне 4,2% в год.

Однако на этот же временной отрезок пришелся самый неординарный взлет инфляции в мире за предшествовавшие 90 лет (второй по значимости в истории после венгерской инфляции 1918 г. и более высокий, чем знаменитая инфляция в Германии во времена Веймарской республики). В 2008 г. в Зимбабве в результате стечения крайне неблагоприятных обстоятельств предшествующих лет (просчеты в экономической политике правительства, жесточайшая засуха, экономический кризис, усугубленный западными санкциями в отношении страны) и без того высокая инфляция окончательно вырвалась из под контроля. С середины ноября 2007 г по середину ноября 2008 г. ее темпы в годовом исчислении составили 89,7 секстиллионов процентов (то есть 89 700 000 000 000 000 000 000 %)! В 2009 г. центральный банк Зимбабве выпустил в обращение купюру в 100 000 000 000 000 зимбабвийских долларов⁶⁰⁶. К концу года выпуск собственных денежных знаков был прекращен и долларизация экономики из фактической стала юридически принятой. Использование иностранной валюты в качестве средства обращения и платежа решило проблемы гиперинфляции. В 2014 г. годовой рост потребительских цен составил 1,4%, сменившись в 2015 и 2016 гг. дефляцией (-0,2% годовых).

Экстремальные значения темпов инфляции в Зимбабве сильно искажают среднерегionalные показатели второй половины первого десятилетия 2000-х годов и поэтому, как правило, отсекаются как крайние значения при различных прикладных видах анализа трендов инфляции в регионе.

При техническом анализе поведения переменных инфляции в США в двухтысячные годы обращает на себя внимание то, что если в период с 2000 по 2007 гг. величина колебаний темпов инфляции «год к году» была незначительной (фигура «пила с мелкими зубчиками»), то в период с 2008 по 2015 гг. ежегодный разброс в значениях переменных становится все больше. Кривая инфляции на текущем отрезке все более походит по своему поведению на кривую высокоинфляционного отрезка 1973-1984 гг. (фигура «пила с крупными зубьями»), но с меньшими значениями переменных.

Начиная с 2015 г. призрак высокой инфляции возвращается. По итогам года во многих африканских странах инфляция еще оставалась относительно умеренной. Однако в некоторых из них уже наблюдался необычно сильный для последнего десятилетия рост потребительских цен: в Южном Судане – на 41,1%, Малави – 21,2%, Судане – 16,9%, Эритрее – 12,5%, Анголе – 10,2%, Замбии – 10,1%. Из-за такого роста пиковых значений уровня инфляции в ряде стран ССА среднеарифметический показатель потребительской инфляции по региону (7,4%), оставалась заметно выше медианного. Как известно, в отличие от среднеарифметического показателя, на величину которого сильное влияние оказывают небольшое число стран с крайне высокими и/или, наоборот, необычно низкими результатами, медианный показатель дает характеристику того, к какому срединному уровню инфляция тяготеет у большинства стран континента. Медианный показатель в этой связи представляется более наглядным для региона Субсахарской Африки, который включает почти 50 стран⁶⁰⁷, весьма разных по территории, количеству населения и уровню экономического развития (см. рис. 20.2).

⁶⁰⁶ Hall R.E., Lieberman M. Economics: Principles and Applications. – South-Western: Manson, 2013. P. 527.

607 В связи с геополитическими изменениями последних десятилетий произошли подвижки в привычном делении Африки на субрегионы. Западная Сахара, большая часть территории которой де-

Составлено по: Statistics Department, African Development Bank (dx.doi.org/10.1787/888933350023) и World Databank. World Development Indicators (<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=SSF#>).

Рисунок 20.2. Динамика медианных и средних показателей потребительской инфляции в субсахарской Африке в 2003-2016 гг.

В 2016 г. и в 2017 г. инфляция в ССА ускоряется и прирост индекса CPI держится на уровне 12-13% годовых. Сильный рост потребительской инфляции (2016 г. к 2015 г.) отмечен в 2016 г. в Анголе (+39,4 п.п.), Мозамбике (+24,9 п.п.), Нигерии (+17,4 п.п.), Гане (+17,2 п.п.). В то же время в ряде стран отмечается определенное облегчение ситуации с ростом цен (прежде всего в Эфиопии, Кении и Уганде). По прогнозу Института Африки РАН, инфляционные процессы в целом по региону будут усиливаться, по крайней мере, до начала 2020 годов.

Анализ многолетних рядов переменных показывает, что в странах Африки наблюдается сильная «преемственность» исторической инфляционной динамики. С точки зрения выявления долгосрочных закономерностей в динамике инфляции, можно констатировать, что страны ССА регулярно переживают чередующиеся между собой периоды высокой и средней (умеренно-высокой, по европейским меркам) инфляции. При этом переход от одного периода к другому происходит не постепенно, медленно нарастая от года к году, а довольно резко.

Еще одна характерная черта «субсахарской инфляции» состоит в том, что, попав в зону экстремальных показателей (как высоких, так и низких), страны ССА, за редким исключением, пребывают в ней, как правило, недолго и относительно быстро могут смещаться в зону противоположенного режима инфляции. Некоторые исследователи объясняют такую скачкообразность тем, что изменение показателей инфляции в ССА находится в сильной зависимости от экзогенных шоков, в то время как способность внутренних сил контролировать движение цен ограничена⁶⁰⁸.

факто контролируется Марокко и включена в состав королевства, стала рассматриваться как Северная Африка. Судан, который с точки зрения физической географии должен был бы относиться к Субсахарской Африке, включается статистическим управлением ООН в субрегион Северной Африки.

⁶⁰⁸ Jeong J.-G., Fanara P. Jr., Mahone C.E. Jr. Intra- and inter-continental transmittion of inflation in Africa // Applied Financial Economics. 2002. Issue 10. P. 731-741.

Фундаментальные причины инфляции

Говоря о причинах инфляции в странах Субсахарской Африки, следует разделять фундаментальные условия, порождающие и поддерживающие ее, и источники конкретных инфляционных всплесков в странах субрегиона.

К фундаментальным условиям следует отнести общую неразвитость экономик ССА, их чрезмерную зависимость от внешнего рынка, структурные диспропорции в развитии, узость внутреннего рынка, слабость и неразвитость финансово-денежных систем, сохранение пережитков докапиталистических отношений, наличие огромных взаимоперекрывающихся неформального и традиционного секторов экономики, низкий уровень внутренних сбережений, колоссальный демографический пресс, политическую и социальную нестабильность и т.д.

Однако к фундаментальным причинам мы относим не только отмеченные *объективные* условия, внутренне присущие относительной экономической слабости стран ССА, но также и устоявшиеся неблагоприятные факторы *субъективного* порядка – слабость и неразвитость национальной институциональной базы, незавершенность и изменчивость процессов формирования национальных государств, низкую собираемость налогов, огромный теневой сектор экономики, издержки и пережитки традиционных общественных отношений, которые нередко влияют на принятие экономических решений (не в последнюю очередь и в области финансов и денежно-кредитной политики), наконец, неудовлетворительное управление и коррупцию.

В Субсахарской Африке широкое распространение традиционных хозяйственных структур, сохранение архаичных производственных отношений приводит к низкой производительности труда (особенно в аграрном и городском неформальном секторах), препятствует устойчивому росту внутренних денежных сбережений.

Этот объективный экономический контекст сам по себе неблагоприятен с точки зрения возможностей для финансовых властей ССА активно противодействовать инфляционным угрозам. Однако он многократно усугубляется субъективными особенностями африканских социумов: устоявшимся недоверием населения к государству (в том числе к его экономической и кредитно-денежной политике, что особенно важно с точки зрения инфляционных ожиданий), к негосударственным финансово-кредитным институтам, в первую очередь, к банкам и, персонифицировано, к банкирам как олицетворению всего «жадного», «неоколониально-космополитического» и «неафриканского».

Все это существенно сужает возможности для проведения эффективной денежно-кредитной политики и управления инфляционными процессами. Одновременно указанные факторы, обостряемые во многих странах ССА периодическими взлетами инфляции, осложняют борьбу с ростовщичеством, «хавалой» и другими проявлениями неуправляемой государством, альтернативной системы денежно-кредитных взаимоотношений в традиционных обществах. Несмотря на очевидное нивелирование за годы независимости изначально неимоверно глубоких различий между отдельными африканскими странами в уровнях развития их национальных денежно-кредитных систем, сохраняются объективные и труднопреодолимые отличия в возможностях и пределах трансформации последних и в повышении эффективности управления ими.

Конкретные источники всплесков инфляции различны и варьируются от страны к стране. Хотя охватить все их потенциальное многообразие без исключения не представляется реальным, тем не менее можно обозначить несколько групп, объединяющих типовые и/или сходные источники. В самом широком смысле эти источники характерны для всех развивающихся стран. Это – давление спроса,

издержки денежно-кредитной политики властей, «шоки предложения» и инфляционная инерция.

Согласно современным представлениям, последствия действия драйверов инфляции, относящиеся к *инфляции спроса*, несколько более значимы, чем относящиеся к *инфляции предложения*. Современные эмпирические исследования аналитиков МВФ⁶⁰⁹ утверждают, что первые «ответственные» примерно за 55%, а последние – за 45% кумулятивных инфляционных колебаний.

Понятно, что подобное процентное выделение определенной группы драйверов инфляции достаточно условно, поскольку в реальной жизни причины, генерирующие рост цен в стране, как правило, тесно переплетены между собой и трудно разделимы. Вместе с тем современные эконометрические методы позволяют с достаточной степенью обоснованности и с математически определенной степенью приближения к достоверности классифицировать для лучшей наглядности различные типы инфляции по характеру источников.

В среднем в странах ССА в составе отрицательных шоков предложения примерно одна треть – последствия колебаний цен на мировых сырьевых рынках или «перетекания» инфляции из других стран. Взлетами и падениями мировых цен на две ключевые группы товаров – углеводороды и продовольствие – принято объяснять более 7% кумулятивных инфляционных колебаний в ССА. Особенно этот источник инфляции значим для африканских стран с чрезвычайно высокой степенью зависимости от импорта нефти и нефтепродуктов и/или продовольствия – Маврикия, Сейшельских островов, Ботсваны, Свазиленда.

В целом же импортируемая инфляция более сильно проявляется во всех государствах со слабо развитым внутренним производством, но менее ощутима в странах, где все еще велика роль традиционного сектора, полунатурального хозяйства и мелкотоварного сельскохозяйственного производства, ориентированного на собственное потребление. С распространением в начале 1990-х годов концептуальных положений «вашингтонского консенсуса» с последующей либерализацией экономики и системы внешних связей, а также провозглашением некоторыми странами Тропической Африки политики «открытых дверей» роль импортируемой инфляции внутри общеинфляционной равнодействующей предсказуемо возросла. Однако проводившиеся в рамках реформ ужесточение политики в отношении государственных расходов и сокращение бюджетных дефицитов позволили частично сдержать инфляционную спираль.

В противоположность импортируемой, инфляция предложения, генерируемая *внутренними* факторами, согласно тем же расчетным моделям, порождает около 30% условного общего значения роста цен в ССА. В условиях Тропической Африки особенно подвержены воздействию таких внутренних шоков экономики стран, сильно зависящие от природных катаклизмов, например, засух, а для малых островных государств – тайфунов или других стихийных бедствий. Для стран, в структуре ВВП которых более 50% добавленной стоимости создается в сельском хозяйстве (Эфиопия, Сьерра-Леоне, Гвинея-Бисау), внутренние шоки являются детерминантами инфляции предложения. Впрочем, и здесь присутствуют отличия. Например, Эфиопия и Сьерра-Леоне, несмотря на то, что большая часть их ВВП создается в сельском хозяйстве, за счет внутреннего потребления удовлетворяют свои потребности в продовольствии не более чем наполовину. Остальное приходится импортировать или получать в порядке продовольственной помощи. В Бурунди и вплоть до жесточайшей засухи 2016 г. в Малави уровень обеспечения внутренних потребностей в продовольствии за счет собственного производства был

⁶⁰⁹ См.: Anh D.M. Nguyen, Jemma Dridi, Filiz D. Unsal, Oral H. Williams. On the Drivers of Inflation in Sub-Saharan Africa // IMF Working Paper. 2015. No.15289. P. 13-14.

стабильно выше, чем в среднем по ССА. Как следствие, влияние внешних шоков в составе инфляции предложения было выше у первых, а внутренних – у вторых.

При этом в таких странах, как Эфиопия, Сомали, Зимбабве, Малави, Мозамбик, Нигер, Судан, погодные факторы (засухи, наводнения) из года в год становятся одной из главных причин небывало высоких годовых темпов роста потребительских цен в стране (см. табл. 20.1).

Таблица 20.1.

Годы засухи и повышенной инфляции (CPI) в некоторых странах Тропической Африки

Страна	Годы засух	Численность пострадавших от засух (тыс. чел.)	Периоды высокой инфляции (CPI > 10% год к году)
Зимбабве	1981, 1990, 1998, 2001, 2007, 2010, 2015, 2016	15 000	1975-1977; 1982-1984; 1986-1987; 1989-2008
Кения	1965, 1971, 1979, 1983, 1991, 1994, 1996, 1999, 2004, 2005, 2008, 2010, 2011, 2014	48 000	1974-1978; 1980-1985; 1988-1994; 1997; 2004-2008; 2011
Малави	1987, 1990, 1992, 2002, 2005, 2007, 2012, 2016	21 600	1981; 1983-1997; 1992-2002; 2004-2006; 2012-2016
Мозамбик	1979, 1981, 1987, 1990, 1998, 2001, 2003, 2005, 2007, 2008, 2010	17 700	1980-1996; 2000; 2002-2006; 2008; 2010-2011
Нигер	1966, 1980, 1988, 1990, 1997, 2001, 2005, 2009, 2011	23 655	1966, 1969, 1973, 1976-1978; 1980-1982; 1994-1996; 2008
Судан	1980, 1983, 1987, 1990, 1991, 1996, 1999, 2009, 2012	30 710	1972-1999; 2011-2014
Эфиопия	1965, 1969, 1973, 1983, 1987, 1989, 1997, 1998, 1999, 2003, 2005, 2008, 2009, 2012, 2015, 2016	68 000	1970; 1976-1979; 1985; 1991; 2003; 2005-2008; 2011-2012
ЮАР	1964, 1980, 1981, 1986, 1988, 1990, 1995, 2004, 2015, 2016	17 500	1974-1992; 2008; 2016

Источник: составлено Л.Л. Фитуни на основе данных годовых обзоров ФАО, ЭКА ООН и базы данных World Databank: World Development Indicators Всемирного банка.

Однако однозначную оценку степени влияния подобных «шоков стихии» и других чрезвычайных обстоятельств (пожаров, техногенных катастроф, масштабных терактов и т.п.) дать трудно. С одной стороны, в результате этих катаклизмов резко сокращается совокупное предложение ключевых потребительских товаров, в первую очередь продовольствия, и, как следствие, цены на них растут. С другой стороны, масштабные катастрофы почти всегда сопровождаются (иногда одновременным, иногда отложенным) обеднением значительной части населения, а порой и полным обнищанием больших масс людей. Это снижает совокупный платежеспособный спрос на указанные товары и, пусть не в полной мере, но оказывает некоторое сдерживающее влияние на рост цен.

Эндогенные и экзогенные шоки

Из факторов, относящихся к инфляции *спроса*, по тем же оценкам МВФ, в ССА примерно три четверти относятся к денежно-валютным факторам и одна четверть к факторам производства.

С точки зрения степени эндо- /экзогенности шоков спроса эконометрический анализ показателей последних 20 лет (1995-2015 гг.) показывает, что только порядка 15% кумулятивного эффекта можно отнести на счет внутристрановых факторов. Влияние факторов внутристранового спроса несколько выше в так называемой группе «пограничных экономик» (*frontier economies*)⁶¹⁰, имеющих более емкую базу внутреннего спроса. К таковым относятся Гана, Кения, Замбия, Уганда.

Внешними шоками спроса объясняются около 40% инфляционных проявлений в ССА. Региональные драйверы импортируемой инфляции играют при этом несколько меньшую роль (порядка 15%), глобальные – бóльшую (25%). Как и следовало ожидать, прослеживается позитивная корреляция между вкладом импортируемой инфляции и степенью инвестиционной открытости экономики и либерализации внешней торговли.

Структура импортируемой инфляции складывалась в 2000-2015 гг. при доминировании двух внешних факторов. Сильный рост цен на энергоносители оказывал давление на формирование внутренних цен на топливо. Кроме того, усугубило ситуацию начавшееся с 2003 г. сокращение глобальных запасов зерна. Серия последовавших друг за другом по всему миру стихийных бедствий и неурожаев привела к росту мировых цен на некоторые виды продовольствия, в том числе и на производимые в странах ССА (рис, бананы, кофе). В этих условиях многие африканские производители предпочитали не продавать товар на внутреннем рынке, а направить его на экспорт, уменьшив тем самым предложение на внутреннем рынке и вызвав рост цен даже в тех африканских странах, где урожаи подорожавших культур оставались на обычных уровнях. Оптовые торговцы в этих странах также поспешили поднять цены вслед за мировой конъюнктурой. Эти ценовые потрясения вели к росту инфляции и ухудшению дефицита счета текущих операций в странах, которые сильно зависели от импорта продуктов питания и топлива. Резкий рост импортных расходов привел к образованию крупных торговых и бюджетных дефицитов, появлению импортируемой инфляции и к другим макроэкономическим дисбалансам.

При этом, как показывает опыт некоторых стран Западной и Восточной Африки, источником подобных внешних шоков может быть не только ситуация с мировыми ценами на сырье или на глобальных рынках, но зачастую и ценовые изменения на локальных рынках в соседних странах, оказывающих сильное влияние на более слабые экономики близлежащих государств. Подобные (обычно краткосрочные) всплески потребительской инфляции «от соседей» отмечались под

⁶¹⁰ Термин «пограничная экономика/рынок», был впервые предложен в 1992 г. Международной финансовой корпорацией для обозначения стран, экономики которых уже вышли из группы «наименее развитых», но пока не квалифицируются как «страны с формирующейся рыночной экономикой» (*emerging market economies*). В термине присутствует коннотация с историческим наименованием (*frontier* – пограничье) неосвоенных территорий американского Дальнего Запада. В этом смысле в термине имплицитно заложена идея предстоящего «освоения» рынком (рыночными экономиками) экономик пограничных. В число последних обычно включают 9 африканских стран. Этот же термин используется некоторыми рейтинговыми и биржевыми агентствами (SAP, FTSE и др.) для обозначения группы стран с весьма различным уровнем развития экономик, фондовым рынкам которых присуща невысокая капитализация и ликвидность. Например, в 2014 FTSE включала в свой список «пограничных фондовых рынков» такие разные страны, как Эстония, Ботсвана, Нигерия, Аргентина, Маврикий, Кот-д'Ивуар, Кения, Латвия и Мальта.

воздействием цен нигерийского регионального рынка в Бенине, ганского – в Того, угандийского – в Южном Судане.

Денежно-кредитная политика и антиинфляционное регулирование

Исторически из-за слабого развития денежных рынков и отсутствия рынков капитала во многих странах Субсахарской Африки такие традиционные методы рыночного регулирования, как учетная (процентная) политика, изменение нормы обязательных резервов или операции на открытом рынке, долгое время вообще не находили применения в значимых масштабах. Крайне ограниченные возможности монетарного регулирования кредита побуждали центральные банки прибегать к использованию мер прямого воздействия. К таким мерам относятся административное регулирование процентных ставок по вкладам и ссудам, прямое лимитирование кредитов (установление максимальных объемов кредитов), жесткая регламентация валютных операций банка, строгое лицензирование открытия новых банков наряду с методами морального воздействия, а также применение различных, в том числе штрафных, санкций. Кроме перечисленных мер важное место в административном регулировании кредита занимает селективная кредитная политика. Впрочем, даже применительно к использованию указанных мер трудно говорить о системности и последовательности действий финансовых властей африканских стран.

Начиная с 1970-х годов, многие страны ССА активно прибегали к селективной кредитной политике, основными механизмами которой являлись установление количественных параметров на кредиты, направляемые в приоритетные отрасли, предоставление кредитов этим отраслям по более низким процентным ставкам и распространение различных льгот на банковские учреждения, предоставлявшие кредиты приоритетным сферам экономики. Так, например, в Кении, Нигерии и некоторых других странах на финансирование приоритетных отраслей в отдельные периоды направлялось от 20% до 80% объема банковских кредитов.

В ССА в условиях слабого развития финансовых рынков, не способных обеспечить достаточно эффективное распределение денежных ресурсов, селективная кредитная политика приводила к существенному изменению так называемых кредитных потолков, то есть предельной суммы кредитования. Во исполнение своего видения стратегических задач развития (например, реализации установок «африканского социализма», индустриализации, африканизации, индигенизации и т.п.), а чаще исходя из собственных корыстных целей (стимулирования бизнеса семьи, родственников, соплеменников) осуществлялось льготное и расширенное кредитование определенных отраслей и хозяйственных субъектов: экспортных производств, тяжелой промышленности, жилищного строительства, мелких предприятий и т.д.

Льготные процентные ставки по кредитам, предоставляемым приоритетным отраслям, вызывали необходимость их субсидирования за счет кредитов международных кредитно-финансовых организаций, бюджетных средств и других источников, что не только неизбежно порождало новые проблемы в кредитно-финансовой сфере, но и напрямую вело к накачке денежной массы и стимулировало инфляцию. Социальная политика, отражавшая подобные политические и личные предпочтения в условиях бесконтрольного манипулирования денежными инструментами также вела к росту инфляции. В волюнтаристски избранные «отрасли будущего» не только шли приоритетные государственные ассигнования, там устанавливались завышенные зарплаты и искусственно раздувалось число рабочих мест.

Исследователи отмечали, например, что в прошлом в целом ряде стран ССА, избравших путь «социалистической ориентации» (Ангола, Эфиопия, Республика Конго, Бенин, Мозамбик и др.) периодически возникал избыточный спрос на дешевые кредиты, которые в условиях отрицательных процентных ставок приобретали характер безвозмездных ссуд, а значительный приток в экономику кредитных ресурсов приводил к быстрому росту уровня инфляции⁶¹¹. Проведенное Институтом Африки РАН обследование банковской сферы стран ССА показало, что практически во всех перечисленных странах наследие старых отношений в кредитно-банковской сфере в той или иной степени сохранилось и после того, как эти государства формально отошли от старых стратегий развития и провели мероприятия по либерализации своей денежно-кредитной политики, рынков и институтов⁶¹².

В 1980-х годах денежно-кредитная политика большинства стран региона была подчинена цели финансирования крупных бюджетных дефицитов. Она поддерживала высокую инфляцию, а, в сочетании с действовавшими тогда фиксированными обменными курсами национальных валют, вела к переоцененности последних⁶¹³. Начиная с середины 1980-х и до конца 1990-х годов страны начали проводить программы реформ, которые часто включали унификацию множественных обменных курсов и продвижение в сторону более рыночного механизма их определения. Центральные банки существенно сократили финансирование расходов государства, осуществлялись мероприятия по финансовой либерализации. Действия международных кредиторов привели к облегчению бремени задолженности. В условиях благоприятной внешней среды и благодаря последовательным усилиям правительств стран ССА во многих из них бюджетная дисциплина была восстановлена.

Объективности ради, следует признать, что процессы либерализации кредитно-финансовой сферы в последние десятилетия существенно изменили роль и характер деятельности центральных банков в странах САА. Постепенно произошел переход от прямых к косвенным инструментам монетарного контроля. На первом этапе (примерно в 1985-1995 гг.) во многих странах была упразднена система множественности обменных курсов и введены рыночные валютные курсы, контроль над процентными ставками был ослаблен, как и сняты ограничения с расширения числа коммерческих банков, что способствовало росту их конкурентоспособности. И хотя центральные банки часто все еще продолжали осуществлять прямой контроль над банковскими операциями, параллельно расширялось использование косвенных методов, базирующихся на рыночных принципах, происходила либерализация в области формирования процентных ставок и обменных курсов, ослаблялся или вообще отменялся контроль над ссудными операциями (в частности, коммерческие банки больше не получали указаний сверху, кому и по какой ставке следует предоставлять кредиты)⁶¹⁴. Это постепенно начало позитивно сказываться на замедлении инфляции, которая хотя и оставалась высокой, но начиная с 1995 г. в среднем по региону снизилась почти на 5% (см. рис. 20.1).

⁶¹¹ Независимые страны Африки: финансово-кредитный механизм развития. – М.: Наука, 1986.

⁶¹² Фитуни Л.Л. Место Африки в посткризисной мировой экономике // Азия и Африка сегодня. 2011. №1. С. 15-20.

⁶¹³ См.: Berg A., O'Connell S., Pattillo C., Portillo R., Unsal F. Monetary Policy Issues in Sub-Saharan Africa. In: The Oxford Handbook of Africa and Economics. Volume 2 / Ed. by C. Monga and J.Y. Lin. – Oxford: Oxford University Press, 2015. P. 62-87.

⁶¹⁴ Brownbridge M., Harvey Ch. Banking in Africa: The Impact of Financial Sector Reform since Independence. – Oxford: Africa World Press, 1998.

Во второй половине 1990-х годов, когда страна за страной принимала условия стабилизационных программ МВФ, включавшие, среди прочего, резкое сокращение финансирования правительства со стороны центральных банков, Африке в целом удалось обуздать непомерно высокую инфляцию. Именно масштабное финансирование государственных расходов центральным банком было основным источником высокой инфляции в Африке.

К 2005 г. многие африканские центральные банки уже действовали по пересмотренным уставам, которые все больше отдавали приоритет ценовой стабильности и сдерживанию инфляции, препятствовали использованию прямого контроля над банковскими операциями и предоставляли банкам большую политическую и операционную независимость от правительства. Основной задачей центральных банков стало сдерживание инфляции. Одна за другой страны осознавали, что главный вклад денежно-кредитной политики в экономический рост заключался в достижении и поддержании низкой и стабильной инфляции, поскольку это сокращало неопределенность, с которой сталкивались потребители и инвесторы при принятии решений.

Изменение мандата центральных банков и переход к таргетированию инфляции

В течение долгого времени в финансовом мире существовало практически единодушное мнение о том, что основной задачей центральных банков как в развитых, так и развивающихся странах является сдерживание инфляции (использовались лишь различные режимы монетарной политики). В условиях низкого уровня развития финансовых рынков большинство центральных банков стран ССА приняли монетарное таргетирование в качестве режима своей денежно-кредитной политики. Это явилось относительно успешным якорем спасения от инфляции, особенно в годы, предшествовавшие мировому финансовому кризису 2007-2009 гг.⁶¹⁵ Темпы экономического роста Африки в течение прошедшего десятилетия были впечатляющими (в среднем 5,6% в год), что сделало регион по темпам роста вторым в мире после Юго-Восточной Азии. Уровень инфляции в этот период опустился до однозначных чисел – порядка 8% в год, чему способствовала благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура мировых рынков сырьевых товаров, а также значительный приток внешних ресурсов, что содействовало высоким темпам роста реального объема производства⁶¹⁶.

После мирового финансового кризиса, однако, использование монетарного таргетирования повсеместно в Африке осложнилось в силу ряда причин (из-за роста мировых цен на продовольствие и энергоресурсы, нестабильности денежного спроса и др.), что ослабило эффективность мер контроля за инфляцией. Волатильность более всего проявилась в странах с низким уровнем доходов, где основная доля в индексе потребительских цен приходится на продукты питания и топливо, а центральные банки зачастую имеют более ограниченные возможности воздействия на темпы инфляции. Более чем в 10 странах ССА инфляция в эти годы вновь поднялась до двузначных величин⁶¹⁷.

В последнее время ослабление давления цен на мировых товарных рынках в сочетании с ужесточением денежно-кредитной политики (в частности, в Восточной и Южной Африке) и восстановлением сельского хозяйства от последствий засухи в

⁶¹⁵ Абрамова И. Глобальный экономический кризис и страны Африки // Мировая экономика и международные отношения. 2009. №9. С. 90-98.

⁶¹⁶ Абрамова И.О. Новая роль Африки в мировой экономике XXI века. – М.: ИАФР РАН, 2013.

⁶¹⁷ Фитуни Л.Л. Экономика Африки: вызовы посткризисного развития. Статья 1 // Азия и Африка сегодня. 2010. №8. С. 46-54.

странах Сахеля и Африканского Рога способствовали значительному замедлению инфляции, которая снизилась к концу 2012 г. в среднем до отметки менее 8%⁶¹⁸. Ожидалось, что динамика инфляции в Африке сохранит и далее понижающую тенденцию. Это, со все возрастающей поквартальной зигзагообразностью и происходило вплоть до 2015 г., после чего ситуация с инфляцией стала резко меняться в неблагоприятном направлении.

Во многих государствах в 2014-2016 гг. ситуация в кредитно-финансовой и валютной сферах ухудшилась. Одновременно произошло ухудшение баланса по внешним операциям: снижение поступлений от подешевевшего экспортируемого сырья (особенно для крупных экспортеров нефти и рудного сырья), рост бремени внешних валютных платежей, увеличение давления на национальные валюты в связи с неблагоприятными подвижками валютных курсов. Нигерия, например, в этой ситуации в целях стимулирования экономики пошла на смягчение денежной политики, а позже, в 2015 г., была вынуждена использовать валютные резервы для поддержания курса национальной валюты. К концу года были введены валютные ограничения. К началу 2016 г. уже целый ряд стран ввел валютные ограничения для того, чтобы воспрепятствовать быстрому истощению золотовалютных резервов. Во второй половине 2016 г. многие правительства заявили, что намерены начать постепенное снятие ограничений и последовательно переходить к более гибкой курсовой политике. Нигерии же пришлось обратиться к МВФ за помощью в стабилизации курса найры и пополнения резервов⁶¹⁹.

Тем не менее в существовавших довольно длительное время условиях устойчивого снижения инфляции, а также вследствие большей интеграции стран Африки в глобальную экономику, в частности, повышения международной мобильности капиталов и роста финансовых инноваций, усиливающих нестабильность национальных денежных систем, многие страны Африки все чаще применяют более гибкую денежно-кредитную политику наряду с контролем инфляции, опираясь на прогнозные сценарии.

Так, например, некоторые страны Африки (ЮАР, Гана и Маврикий) уже отошли от строгого денежного таргетирования и перешли к использованию инфляционного таргетирования, то есть стали проводить денежно-кредитную политику в основном за счет корректировки краткосрочных процентных ставок, чтобы удерживать инфляционные ожидания на предварительно объявленном целевом уровне. Такие страны, как Кения, Уганда и ряд других, находятся в процессе введения новых правил. В настоящее время Кения проводит гибридную монетарную политику, включающую элементы как инфляционного, так и монетарного таргетирования.

Другие страны, использующие монетарное таргетирование, также применяют более гибкий подход для того, чтобы приспособиться к волатильности мировой экономики и скорости денежного обращения. В условиях мощного притока иностранной валюты (в виде помощи и притока капитала) в 2000-е годы центральные банки некоторых стран (например, Уганды) прибегали к накоплению международных резервов в большем объеме, чем предполагалось, чтобы сдерживать обесценение своих валют, а также повышали объем денежной массы выше запланированного уровня с целью поддержания банковского кредитования частного сектора. Еще одна страна Восточной Африки – Танзания – в условиях быстрого

⁶¹⁸ Banking in Sub-Saharan Africa: the Macroeconomic Context. – Washington, DC.: IMF, 2013. P. 6.

⁶¹⁹ Фитуни Л.Л., Абрамова И.О., Маценко И.Б., Маценко С.А., Сидоров В.А. Механизм инфляции и антиинфляционная политика в странах Африки южнее Сахары // Ученые записки Института Африки РАН. 2016. №2-3.

роста экономики взяла курс на постепенный переход от таргетирования денежной массы к таргетированию процентных ставок⁶²⁰.

К началу 2000-х годов роль и вклад центральных банков ССА в развитие региона претерпели существенные изменения, однако в целом мандат их деятельности в подавляющем числе африканских стран был резко ограничен акцентом на ценовую стабильность. В последнее время, однако, в связи с мировым финансовым кризисом и его последствиями положение стало меняться.

По мнению ЮНКТАД, традиционная роль центральных банков в качестве стражей ценовой стабильности оказалась слишком узкой в условиях последнего финансового кризиса, учитывая потребности в области развития и необходимость стабилизировать финансовый сектор. Независимость центральных банков не помогла им предотвратить этот кризис, а когда он разразился, им пришлось принимать «нетрадиционные» меры для стабилизации финансовых рынков, а не просто заниматься поддержанием ценовой стабильности. Одним из результатов кризиса стало осознание того, что центральные банки могут вносить значительный вклад в обеспечение стабильности финансовых рынков и банковской системы, а также играть активную роль в осуществлении стратегий роста и развития⁶²¹.

Идея о необходимости пересмотра роли центральных банков в сторону расширения их мандатов нашла понимание и в странах Африки, о чем свидетельствуют прошедшие в 2014 и 2015 гг. общие собрания управляющих центральными банками Африки. Было отмечено, что центральные банки в Африке в настоящее время имеют узкий мандат, который сосредоточивается на стабильности цен и финансовой системы. Между тем в условиях роста нестабильности и уязвимости африканских экономик к воздействию негативных внешних шоков необходимо уделять больше внимания тому, чтобы денежно-кредитная политика создавала благоприятные условия для экономического роста в антициклических условиях⁶²².

На первом собрании управляющих центральных банков африканских стран, состоявшемся в Абудже в марте 2014 г., была признана решающая роль центральных банков в содействии финансированию экономических преобразований, в частности индустриализации Африки, и приняты важные рекомендации по вопросу расширения мандатов центральных банков и их роли в финансировании индустриализации. На втором собрании управляющих африканскими центральными банками в Аддис-Абебе в марте 2015 г. была разработана и принята дорожная карта для реализации рекомендаций, сделанных на встрече в Абудже. Речь идет о вручении центральным банкам расширенных мандатов, не ограничивающихся контролем за инфляцией. При сохранении основной задачи – обеспечения ценовой стабильности – на центральные банки Африки теперь возложена ответственность за поддержание финансовой стабильности и независимости центральных банков, а также за содействие экономическому росту.

Таким образом, важным итогом развития денежно-кредитных систем стран САА и эволюции их антиинфляционных политик стало изменение роли центральных банков в определении и реализации макроэкономических приоритетов развития.

* * *

В первом десятилетии XXI века странам Субсахарской Африки удалось существенно продвинуться по пути обуздания инфляции, которая на длительных промежутках времени почти повсеместно снизилась с двузначных значений до

⁶²⁰ Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa // IMF, 2014. P. 58 (<http://www.imf.org>).

⁶²¹ Доклад о торговле и развитии, 2013. – Нью-Йорк: ЮНКТАД. 2013.

⁶²² Ndulu B., Masawe J.L. Challenges of Central Banking in Africa. In: The Oxford Handbook of Africa and Economics. Volume 2. P. 156-170.

однозначных, хотя и продолжает все еще оставаться очень высокой во многих странах региона. Опыт показывает, что сохраняется высокая степень зависимости динамики инфляции в странах региона от мировой конъюнктуры, в особенности от мировых цен на основные товары экспорта и импорта стран ССА. По мере усиления вовлеченности стран региона в международное разделение труда и, в более широком смысле, в процессы глобализации эта зависимость, по мнению авторов, будет усиливаться. В то же время мировые тренды к проведению более открытой и либеральной денежно-кредитной политики объективно действовали в сторону улучшения управления финансами в странах Субсахарской Африки.

Наблюдаемые в последние десятилетия мировые тенденции в денежно-кредитной сфере, способствовавшие усилению независимости центральных банков, не обошли стороной и Субсахарскую Африку. Так, происходившая практически повсеместно либерализация кредитно-финансовой сферы привела к повышению значения рыночных инструментов и уменьшению роли административных методов контроля, что, в свою очередь, вызвало свертывание регламентирующих процедур и в определенной степени укрепило независимость центральных банков.

В то же время в наименее развитых странах Африки процесс создания рыночных инструментов денежно-кредитного регулирования идет очень медленно и постепенно: центральные банки этих стран по-прежнему отдают приоритет административным методам регулирования, включая селективную кредитную политику. Так, в таких странах, как Эритрея, Либерия, Свазиленд, Замбия и Коморские острова, центральные банки все еще используют кредитные потолки и устанавливают контроль над процентными ставками, надеясь таким образом стабилизировать экономику и сдержать инфляцию⁶²³. Между тем именно отсутствие рыночных инструментов регулирования мешает достижению этой цели.

Либерализация и структурные реформы позволили, следуя опыту других развивающихся регионов мира, начать в странах ССА дезинфляционные программы монетарного характера, целью которых было снизить к концу 1990-х годов потребительскую инфляцию до однозначных цифр (или, по крайней мере, максимально приблизиться к этому рубежу) на фоне высоких темпов экономического роста и увеличения международных резервов.

В настоящее время центральные банки пытаются достичь ценовой стабильности в соответствии со своим мандатом. Для этого разные страны используют различные концептуальные подходы и механизмы. Часть из них (наиболее последовательно Гана и ЮАР) ориентировались на таргетирование инфляции, другие, хотя и не столь последовательно и жестко избирали в качестве операционного или промежуточного целевого якоря денежные агрегаты M_2 и M_3 (то есть склонялись к монетарному таргетированию). Режимы поддержания обменного курса также различались от страны к стране. Во многих государствах центральные банки прилагали весьма серьезные усилия для повышения эффективности своей политики в области макроэкономического регулирования.

В большинстве стран Африки это, однако, достаточно сложная задача, особенно учитывая существующий уровень развития местных финансовых рынков, негативные эффекты внешних шоков и непоследовательность местных монетарных властей, мечущихся от одного призрачного средства финансового спасения к другому. За единичными исключениями (ЮАР, Египет, Нигерия) национальные финансовые рынки на континенте развиты слабо. В целом ряде стран, относящихся к категории наименее развитых, они находятся в зачаточном состоянии или просто отсутствуют.

⁶²³ Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa // IMF. April 2014. P. 53 (<http://www.imf.org>).

Глава 21. Инфляция в странах Ближнего Востока и Северной Африки

В отличие от других крупных регионов мира, выделяемых ведущими международными организациями и институтами глобального управления в основном по континентальной принадлежности, страны Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА), расположенные на разных континентах и очень различающиеся по уровню развития, доходу и степени влияния на мировую экономику и товарные рынки, оказались объединены в единый, вытянутый в широтном направлении регион в большей степени в силу их исторической и цивилизационной близости.

В настоящее время в международной практике (в отличие, например, от европейского, латиноамериканского и восточноазиатского регионов) не существует единого подхода к определению границ БВСА. Как следствие, нет и четкого перечня включаемых в него стран. К государствам Ближнего Востока и Северной Африки, по-английски *Middle East and North Africa* (MENA) различные международные организации (в частности, ООН, МВФ, Всемирный Банк, ПРООН) относят разное число государств. Более того, у одних и тех же организаций с течением времени менялся подход к определению количества и конкретного состава стран в группе.

Для целей настоящего исследования авторы ориентировались в первую очередь на традиционный состав государств региона БВСА/MENA в классификации МВФ, включающий 21 страну – Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Иран, Ирак, Иорданию, Йемен, Кувейт, Ливан, Ливию, Мавританию, Марокко, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Катар, Саудовскую Аравию, Сирию, Сомали, Судан и Тунис. Классификация Всемирного Банка исключает из числа стран MENA Сомали, но включает Мальту. Таким образом, суммарные и среднерегиональные статистические данные у двух организаций по зоне покрытия не совпадают⁶²⁴.

Экономическое многообразие и особенности региона

Учитывая приведенные выше замечания и оговорки, мы можем констатировать, что в БВСА в настоящее время проживает примерно 355 млн. чел. Это социально-политически гомогенный, но экономически неоднородный регион. Он включает богатые нефтеэкспортирующие страны Персидского залива с высоким уровнем доходов, государства со средним уровнем дохода (Марокко, Тунис, Египет, Иордания), недра которых не столь богаты углеводородами, а также бедные и беднейшие страны вроде Йемена и Сомали.

Страны региона можно условно разделить на пять групп в зависимости от характера и детерминант развития их экономик⁶²⁵: 1) рентные экономики с низкой диверсификацией (монархии Аравийского полуострова, Ливия); 2) страны-нефтеэкспортеры со значительной по меркам региона степенью диверсификации экономики (Иран, Алжир, Ирак); 3) быстро растущие диверсифицированные экономики, экспортирующие в том числе и сырье (Египет, Марокко); 4) «страны-середняки» – небольшие государства со средними для региона доходами, довольно развитой обрабатывающей промышленностью, но эмиграцией квалифицированной рабочей силы (Ливан, Тунис, Сирия, Иордания); 5) беднейшие страны (Судан,

⁶²⁴ С 2013 г. в статистике и других публикациях МВФ в состав региона были включены Афганистан и Пакистан. С тех пор данная расширенная группа стран в документах и практической деятельности МВФ именуется MENAP, но публикуемая статистика пока отдельной строкой выделяет и данные по старому составу стран MENA. В настоящей главе объектом исследования является именно группа стран БВСА/MENA в их исходном составе (без Афганистана и Пакистана). В разделе для сравнения также иногда приводятся иллюстративные примеры по Турции – страны географически находящейся на Ближнем Востоке, но не включаемой МВФ в состав MENA или MENAP.

⁶²⁵ Для Ирака, Ливии и Сирии данная группировка применима к состоянию их экономик и реализуемых стратегий развития, предшествовавших началу вооруженных конфликтов в этих странах.

Йемен, Сомали, Джибути). Вследствие указанных системообразующих черт экономики у стран региона сильно различаются масштабы денежной базы, запасы золотовалютных резервов, уровни стабильности национальных валют и ликвидности и возможность использования инструментов денежно-кредитной политики. Неудивительно, что ситуация с инфляцией очень отличается от страны к стране.

Поскольку конечным аккумулятором любых инфляционных импульсов являются домохозяйства, при исследовании особенностей инфляции в регионе следует обязательно принимать во внимание специфику процессов воспроизводства и занятости народонаселения. Страны БВСА существенно различаются по своей демографической структуре. Среди них есть такие, где численность местного населения невелика, и доля населения молодых возрастов по сравнению с прочими относительно скромна (Катар, ОАЭ, Кувейт). Здесь нехватку рабочих рук приходится покрывать за счет импорта рабочей силы как из трудоизбыточных стран региона (Египта, Туниса, Ирака, стран Леванта), так и из-за его пределов. Покупательная способность местных жителей и мигрантов (порой даже квалифицированных) сильно разнится, и потребительская инфляция может стать и в последнее время все чаще становится серьезной политической проблемой для властей.

В то время как страны Персидского залива являются чистыми импортерами рабочей силы, все другие страны БВСА, в том числе страны, богатые природными ресурсами, такие как, например, Алжир, Ирак и Иран, являются чистыми экспортерами трудовых ресурсов (см. рис. 21.1). В Ираке, Йемене, Сомали, Джибути доля неработающей молодежи приближается к 45% населения. Коэффициент демографической нагрузки здесь очень высок из-за естественной возрастной структуры населения, огромной безработицы, а также в силу действия культурно-исторических и цивилизационных причин, заставляющих подавляющее большинство женщин оставаться дома, вне сферы отношений наемного труда. В результате они вносят очень ограниченный вклад в формирование совокупного платежеспособного спроса в регионе БВСА.

Источник: World Development indicators, 2016. World Bank. Wash. 2016. P. 19.

Рисунок 21.1. Доля не работающей и не учащейся молодежи в общем составе населения в 2010-2014 гг. (средний % по региону)

Описанная демографическая модель в реальной жизни означает, что каждому занятому приходится «кормить» избыточное количество «иждивенцев», целиком зависящих от его доходов. Имеются все основания полагать, что эта социально-демографическая особенность региона является важным фактором, задающим физический предел потребительским расходам основной массы населения и не позволяющим, в отличие от многих других развивающихся регионов мира, сильно разгонять потребительскую инфляцию. Социально-культурные и цивилизационные детерминанты, таким образом, создают в странах БВСА своеобразный «естественный потолок» для роста цен на товары потребления и таким образом являются важным фактором, удерживающим инфляцию от потенциально возможных

резких взлетов. Эта нормальность нарушается лишь экстремальными шоками типа войн и революций⁶²⁶, действие которых сравнительно непродолжительно. Темп инфляции после резких взлетов, как правило, довольно быстро снижается с окончанием катаклизма и восстанавливается в районе традиционной для страны многолетней «нормы». Описанная закономерность в значительной степени действует даже в тех странах, экономики которых в чрезвычайно сильной степени страдают от политических и военных катаклизмов (Ирак, Египет, Тунис).

С другой стороны, сами темпы роста местных экономик (измеренные на основе показателей ВВП), по-видимому, сравнительно мало влияют на темпы инфляции в странах региона. Точнее говоря, многочисленные эмпирические исследования корреляции темпов роста ВВП и темпов инфляции в странах региона дают весьма противоречивую картину⁶²⁷. В зависимости от анализируемой выборки, исследователи приходят к показателям, варьирующимся от «небольшая но устойчивая положительная корреляция» до «очевидное отсутствие связи». Наш собственный анализ первичных статистических данных выявил, что при наличии слабовыраженной (исчезающей во многих странах) положительной зависимости темпов роста инфляции от темпов прироста ВВП во многих (но далеко не во всех!) рассматриваемых странах на темпы роста инфляции значимо влияют колебания мировых цен на сырую нефть и продовольствие. Более детально эта зависимость и наши аргументы будут рассмотрены ниже в данной главе.

Истекшие два десятилетия, несмотря на все военно-политические перипетии последнего времени, в целом были достаточно благоприятным периодом экономического развития для стран БВСА. В расчете на душу населения рост ВВП здесь в период 1995-2014 гг. превзошел все другие регионы мира за исключением региона Восточной Азии. Несмотря на относительно высокие темпы роста числа жителей, в период с 1992 г. по 2016 г., реальный рост ВВП на душу населения БВСА в постоянных ценах в среднем составлял 2,1%.

После затяжной стагнации в 1980-е годы, экономический рост в БВСА в 1990-е годы восстановился. Практически во всех странах региона правительства отошли от экономических моделей развития, опиравшихся на приоритетное развитие госсектора. Такие модели в силу исторических причин были в прошлом характерны не только для стран, проповедовавших разные формы «арабского» или «исламского социализма» (Алжир, Ливия, Сирия, Ирак, Йемен, на более ранних этапах – Египет и Сомали), но и западноориентированных монархий Персидского залива, Иордании, Марокко и Туниса. Развитие национального частного сектора (по крайней мере, в качестве декларируемого курса) отныне было положено в основу экономической политики многих стран. Кроме того, объективно происходили процессы интеграции экономик региона в глобальные экономические цепочки.

Благодаря предпринятым реальным усилиям в экономической сфере и ярко выраженному (но пока все-таки не давшему по-настоящему значимых плодов)

⁶²⁶ Интересной характеристикой инфляции в регионе, относящейся к периоду наблюдений 1950-1960-х годов, является то, что нередко имевшие место в то время государственные перевороты во многих странах региона относительно слабо и/или очень краткосрочно влияли на ситуацию с ценами на продовольствие и предметы потребления. В отличие от современности, кривая потребительской инфляции ни в одной из стран не показывает на тех исторических отрезках резких возмущений.

⁶²⁷ За последние годы только экспертами МВФ, Всемирного банка, Банка международных расчетов, не говоря об арабских и западных исследователях, было опубликовано около 20 значимых эмпирических эконометрических работ на эту тему. В числе наиболее солидных и, на наш взгляд, убедительно аргументированных: Mohaddes K., Williams O. Inflation Differentials in the GCC: Does the Oil Cycle Matter? // IMF Working Paper WP/11/294. 2011; Gray S., Karam Ph., Meeyam V., Stubbe M. Monetary Issues in the Middle East and North Africa: A Policy Implementation Handbook for Central Bankers // IMF, 2013; Richards A., Waterbury J. A political economy of the Middle East. – Philadelphia: Westview Press, 2014; Diwan I., Galal A. The Middle East economies in times of transition. – L.: International Economic Association, 2016.

стремлению к структурным реформам происходил рост экспорта, причем, что особенно важно, не только нефтяного. Иными словами, даже если исключить вклад продукции горнодобывающей промышленности, темпы роста товарного экспорта из региона в указанный период росли быстрее среднего показателя по развивающимся странам. В то же время необходимо признать, что при всей значимости декларируемых структурных реформ и новаций в экономической политике, включая ее денежно-кредитный вектор, благоприятные результаты были, в первую очередь, обеспечены ростом экономик стран-нефтеэкспортеров. Именно эти страны демонстрировали довольно продолжительный и впечатляющий, но, увы, не самоподдерживающийся рост всего региона БВСА. С резким падением мировых цен на нефть в середине второго десятилетия нынешнего века ситуация с наполнением бюджетов сильно ухудшилась даже у аравийских монархий, не говоря уже о «разорванных в клочья» военными действиями экономик Ирака и Ливии.

Стабильные профициты бюджетов нулевых годов нынешнего века в странах-нефтеэкспортерах БВСА после резкого падения цен на энергоносители начали сокращаться, но в 2013 г. еще суммарно достигали огромной цифры в 128 млрд. долл. Однако с середины 2010-х годов ситуация сменилась на диаметрально противоположную. В 2015 г. суммарный дефицит бюджетов стран нефтеэкспортеров БВСА достиг 264 млрд. долл. Одни только члены Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива (ССАГПЗ)⁶²⁸ потеряли в 2015 г. 157 млрд. долл. запланированных доходов от нефти. Чтобы поддержать развитие экономики, покрыть неожиданно образовавшиеся бюджетные дефициты и не дать обостриться политической напряженности из-за невыполнения социальных обязательств (огромного числа субсидий, политически и идеологически мотивированных программ и проектов в стране и за рубежом), Саудовская Аравия, Кувейт и в меньшей мере Катар были вынуждены прибегнуть к интенсивной трате откладывавшихся ранее средств различных суверенных фондов (в том числе различных национальных фондов будущих поколений, исламской солидарности, благосостояния/развития нации и т.д.). В 2015 г. резервы Саудовской Аравии уменьшились на 178 млрд. долл., Алжира – на 28 млрд., Ирака – на 27 млрд. долл.⁶²⁹

У не-нефтеэкспортирующих государств региона оптимальный период роста экономик был короче – между 2000 и 2009 гг., но их подушевые показатели ВВП за это время оказались достаточно высокими – в среднем 2,6% в год. Полет прервала сначала «арабская весна» и обострение военных конфликтов, а затем и вялый рост мировой экономики в 2014-2016 гг. Однако в странах – чистых импортерах нефти (Марокко, Тунис, Иордания, Джибути) падение мировых цен на энергоносители способствовало облегчению ситуации с покрытием бюджетных разрывов и опосредовано благоприятно сказалось на сдерживании темпов инфляции.

В целом динамика инфляции по всему региону БВСА за последние четверть века характеризовалась значительной степенью волатильности и высокой степенью разброса годовых переменных относительно средневзвешенного индикатора, составлявшего 7,8%. По данным МВФ, в этот период показатели потребительской инфляции колебались между максимальным значением в 16,98% в среднегодовом исчислении в 1995 г и минимумом в 2,61% в 2000 г. (см. рис. 21.2)

⁶²⁸ В англоязычной литературе принято использовать традиционную аббревиатуру GCC, оставшуюся со времен изначального названия организации Gulf Cooperation Council – региональная закрытая международная организация, в которую входят Бахрейн, Катар, Кувейт, ОАЭ, Оман, Саудовская Аравия. В официальном названии организации слово Персидский отсутствует, поскольку арабские государства предпочитают называть залив Арабским, поэтому в отечественной литературе нередко организацию также именуют Совет сотрудничества арабских государств Залива (ССАГЗ, или ССЗ).

⁶²⁹ <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2016/07/27/whither-oil-prices>

Источник: IMF. World Economic Outlook (WEO), October 2016 (<http://www.imf.org>).

Рисунок 21.2. Среднегодовые темпы потребительской инфляции в регионе БВСА в 1992 -2016 гг. (%)

В исчислении по показателю дефлятора ВВП с 1996 до 2000 гг. цифры инфляции в БВСА снизились с 11,5% до 2,5%. С 2000 г., однако, началось попятное движение индикатора. С 2001 г. темп инфляции с каждым годом нарастал вплоть до 2008 г., когда годовая инфляция подскочила до двузначных цифр. В этот период проблема роста инфляции заняла одно из приоритетных мест в экономической повестке дня региона. Мировой финансовый кризис, по крайней мере временно, снизил темп инфляции, но череда цветных революций, военные действия и обострение социально-политической напряженности в 2011-2013 гг. вновь вывели эту проблему в число самых актуальных экономических вопросов в странах БВСА. В 2014-2015 гг. рассматриваемый показатель несколько снизился, но в 2016 г. сильно выросла инфляционная волатильность. В сложившемся социально-экономическом контексте огромное значение приобретает воздействие внешних шоков, в первую очередь, связанных с динамикой мировых цен на нефть и продовольствие.

Говоря об общерегиональных тенденциях, нельзя упускать из виду фактическую ситуацию в каждой из стран. Речь идет, правда, скорее о разнице в масштабах и конкретных уровнях инфляции, чем в типологиях и трендах. Хотя ни темпы инфляции, ни конкретные даты поворота инфляционных трендов в регионе, ни степень их зигзагообразности стопроцентно совпадать не могли, небезынтересно, что в регионе с огромными различиями в уровнях развития стран и их доходов, большим разнообразием режимов валютных курсов и с неглубокой экономической интеграцией, модели инфляционного поведения демонстрировали столь высокую степень схожести. Попытки дифференцировать страны региона по подгруппам в зависимости от природы инфляции, по моделям инфляционной динамики или по географическому принципу малопродуктивны для экономических обобщений. Например, деление на страны Аравийского полуострова/ССАГПЗ, на страны «арабской весны» и страны Магриба или на нефтеэкспортеров и нефтеимпортеров дают сходный результат. На протяжении всего временного отрезка с середины 1990-х до середины 2010-х годов все страны следуют одному и тому же мегатренду: снижение инфляции примерно до 2000 г., повышение в 2000-2010 гг. и достаточно резкий взлет и высокую волатильность в 2010-2016 гг.

После окончания первой волны мирового кризиса около 2010 г. разброс в страновых ситуациях сильно вырос. В целом ряде стран – Египте, Тунисе, Йемене – наблюдался ускоренный и довольно резкий рост цен на потребительские товары. В других странах инфляция хоть и устойчиво росла, но медленно. Середина 2010-х

годов стала особенно сложным периодом для региона. Годовые темпы прироста ВВП к 2016 г. в среднем по БВСА упали до 2,3% (в Саудовской Аравии до 1%, остальных странах ССАГПЗ – в среднем до 1,6%). На территории Сирии, Йемена, Ливии, Ирака развернулись военные действия, парализующие экономику. Рост в нефтегазовых странах региона, которые в условиях дешевой нефти должны были бы расти быстрее, сохранялся на относительно невысоком уровне (2,6%) из-за общей нестабильности, наплыва беженцев, сокращения потока туристов и неуверенности инвесторов.⁶³⁰ Все это вело к росту инфляционной волатильности в регионе БВСА.

Специфические факторы инфляции в регионе

Дав обобщенную системную характеристику инфляции в регионе в макроэкономическом контексте, следует уделить особое внимание трем ее аспектам, которые при всем сходстве по названию с аналогичными процессами в других развивающихся странах имеют важнейшие отличия, специфические только для БВСА. Речь идет о влиянии на инфляционные процессы трех групп факторов: изменения цен на продовольствие, курсовой волатильности и инфляционных импульсах от политических и других неэкономических шоков.

Единообразие в больших трендах инфляции в странах БВСА подтолкнуло ученых к поиску единых индикаторов инфляционных изменений, применимых в большей или меньшей степени ко всему региону. В рутинной политической ситуации, господствовавшей за небольшими исключениями в странах БВСА на протяжении более 40 лет, внешние шоки в форме взлетов и падений мировых цен на нефть и продовольствие во многом определяли инфляционный профиль БВСА.

С точки зрения негативного влияния на инфляцию рост мировых цен на продовольствие давно стал в развивающихся странах одним из главных предметов для беспокойства. Это особенно актуально для региона БВСА, в котором расположены некоторые крупнейшие чистые импортеры продовольствия и где растущие цены на продукты питания традиционно были одной из причин политических волнений, достигших своего апогея во время «арабской весны». Сегодня за счет импорта удовлетворяется 48% потребностей в продуктах питания всех стран региона и 89% потребления в государствах, входящих в ССАГПЗ. В целом спрос на продукты питания в регионе постоянно растет. Между 2007 и 2015 гг. объем импорта зерновых в регионе БВСА вырос на 17%. Страны, сильно зависящие от импорта продовольствия, в первую очередь страдают от роста мировых цен на продукты питания. В структуре инфляции в этих государствах особенно значима продовольственная инфляция. Начиная с 2008 г. в регионе БВСА местные цены на продовольствие выросли более чем на 65%.

Регион БВСА – главный мировой импортер зерна. Фундаментальными причинами нехватки и удорожания продовольствия в этих странах являются низкая производительность труда, быстрый рост населения, отсутствие реального роста инвестиций в сельское хозяйство. Все это усугубляется мировыми колебаниями цен на продовольствие, природными катаклизмами и политическими потрясениями в регионе. Иордания, Тунис и Йемен зависят от импорта зерна почти на 100%. Сильный трансмиссионный эффект от мировых цен на внутренние особенно заметен в Египте и Йемене, где продовольственная инфляция в 2010-2012 гг. вследствие взлета мировых цен на зерно превышала 20%. Она снижалась по мере понижения мировых цен в последующие два года с тем, чтобы вновь взлететь вслед за ними в 2015-2016 гг. При этом все эти страны из-за высокой социальной нестабильности вынуждены сохранять субсидии на основные продукты питания. Государственные субсидии обходятся Египту, Сирии, Иордании, Тунису и Йемену от

⁶³⁰ MENA Economic Monitor, October 2016: Key Messages (<http://www.worldbank.org/en/region/mena/brief/mena-economic-monitor-fall-2016-key-messages>).

2% до 4% ВВП ежегодно. Принимая во внимание их зависимость от импорта продовольствия, эти страны попадают в устойчивую спираль инфляции предложения. Эмпирические исследования установили наличие отрицательной зависимости между ценовыми шоками на зерновые на мировых рынках и производством в Египте, Иордании, Сирии и Тунисе⁶³¹.

В какой степени движение международных цен на продовольственные товары транслируется во внутренние цены на продукты питания в БВСА? Эмпирические расчеты свидетельствуют, что сила воздействия зависит как от уровня мировых цен, так и от степени волатильности последних, поскольку трансмиссия сама по себе имеет асимметричный характер. Взятые данные практически по всем странам БВСА в отдельности показывают, что, как правило, взлеты международных цен (мировых в широком смысле или цен импортных контрактов для местных компаний) передаются почти неизбежно, в то время как снижение международных цен на внутренних ценах отражается очень редко. Ряд исследователей считают, что такой характер трансмиссионных связей свидетельствует о деформации сигналов рынка из-за наличия продовольственных субсидий, финансово-бюджетных ограничений⁶³². Глобальные ценовые подвижки транслируются лишь отчасти – в разных странах региона в каждом конкретном случае в разной степени. На осуществление такой частичной трансмиссии ценовой продовольственной инфляции уходит примерно год.

В Джибути, одной из самых бедных стран региона, где ситуация с продовольственной безопасностью особенно хрупкая, эффект от изменения мировых цен самый высокий как с точки зрения степени воздействия на внутренние цены, так и по скорости переноса внешних шоков на внутренние цены продовольствия. При 1% роста международных цен рост внутренних цен на продовольствие на 0,4% происходит уже через четыре месяца. Через 12 месяцев цены на продукты питания на внутреннем рынке вырастают в среднем на 0,6%. В Йемене эффект переноса достигает 0,4% после пяти месяцев. В Египте первые значимые ценовые последствия на внутреннем рынке продовольствия становятся очевидными через 2-3 месяца, но контрольный рубеж в 0,4% достигается через 10 месяцев. В Иордании первые эффекты видимы только после 6 месяцев, но дальнейшее течение процесса переноса инфляции схоже с египетским. В Марокко процесс идет существенно медленнее. Из-за сложной системы продовольственных субсидий, использования механизма введения мораториев на таможенные сборы с ввозимого продовольствия и т.п. начальный этап роста внутренних цен занимает около 8 месяцев, после чего общая динамика и предельная степень воздействия сходны с ситуацией в Египте и Иордании. В Ираке эффект переноса обычно в течение первых 6 месяцев нарастает очень медленно, но после того резко ускоряется. Здесь эффект от роста мировых цен на 1% выливается в рост внутренних цен на продовольствие почти на 0,5%⁶³³.

В целом эмпирические оценки временных рядов прошлых лет свидетельствуют, что средний рост мировых цен на продовольствие на 1% может вылиться в рост внутренних цен на продукты питания на 0,2-0,4%⁶³⁴. Эффект переноса существенно заметнее в Египте, Ираке, Джибути и ОАЭ, что свидетельствует о более высокой степени интеграции между внутренними и мировыми продовольственными рынками этих стран. В противоположность этому, Алжир и Тунис в меньшей степени затронуты переносом продовольственной

⁶³¹ IMF. Regional Economic Outlook, Middle East and Central Asia. November 2012 (<http://www.imf.org>).

⁶³² Ianchovichina E.I., Loening J.L., Wood Ch. How Vulnerable are Arab Countries to Global Food Price Shocks? // The Journal of Development Studies. 2014. No.9. P. 1302-1319.

⁶³³ Albers R., Peeters M. Food and energy prices, government subsidies and fiscal balances in South Mediterranean countries // European Commission. Economic Papers 437. 2011.

⁶³⁴ Ianchovichina E. et al. Op. cit.

инфляции. Конечно, внешние факторы отнюдь не являются единственным источником внутренней инфляции цен на продукты питания в регионе. Модели показывают, что на долю внутренних факторов приходится более половины совокупного импульса в сторону увеличения внутренних цен на продукты питания. Внутренние детерминанты были наиболее заметны в Иране, Сирии, Алжире и Ливане. Статистика по ССАГПЗ (за исключением ОАЭ) до 2016 г. давала картину менее заметного влияния внешних ценовых шоков на внутренние цены на продовольствие, что объяснялось высокой степенью субсидирования социальных и потребительских расходов граждан этих стран со стороны государства.

Переход инфляционной волатильности в политические шоки

Рассмотрим механизм перехода инфляционной волатильности в отдельных странах региона в политические шоки на примере импульсов продовольственной инфляции. Особенно высокой в регионе продовольственная инфляция оказалась в 2009-2010 гг. Самый резкий рост цен на продукты питания имел место в Египте летом 2010 г. Специфика этой страны заключается в ее относительном перенаселении (на 4% территории страны проживает почти 95% ее 80-миллионного населения, то есть фактическая плотность населения – в среднем 1540 чел. на км² – одна из самых высоких в мире). Кричащее неравенство и скученность населения делают опасность широкомасштабных народных выступлений весьма вероятной и придают социальным конфликтам особую остроту. До начала «арабской весны» власти Египта привычно решали проблему «в ручном режиме» – с одной стороны, искусственно поддерживая минимальные (и даже скромно возрастающие) уровни потребления, а с другой, активно занимаясь профилактикой возможных организованных выступлений. Хрупкий баланс, который удерживался посредством сложной системы продовольственных дотаций, сельскохозяйственных субсидий и мер прямого регулирования сельхозпроизводства был постепенно нарушен усилиями по либерализации экономики. Была ликвидирована система обязательного производства определенных культур, в частности зерновых. В соответствии с неолиберальными воззрениями изменилась концепция продовольственной безопасности. Если ранее акцент делался на максимальное обеспечение продовольственных потребностей страны за счет внутреннего производства, то теперь возобладало мнение, что следует развивать отрасли, которые на мировом рынке обладают сравнительными конкурентными преимуществами (например, туризм), а недостающее продовольствие закупать за счет избыточного дохода глобально конкурентоспособных отраслей. С этой же аргументацией были сняты ограничения на экспорт сельскохозяйственной продукции. Феллахи постепенно переключались с обеспечения внутреннего рынка на более выгодные виды экспортного сельхозпроизводства – ранние овощи для ЕС, апельсины, орехи и проч. В результате в отрасли обозначилось медленное движение к заветной цели реформаторов – начали сближаться мировые и внутренние цены на продовольствие. К 2008 г. разрыв все еще оставался колоссальным, но по стране уже прокатилась продовольственные бунты. Их частью подавили, частью ослабили, отложив очередные реформы⁶³⁵.

Властные элиты, убаюканные успехами экономического роста (в 2006-2008 гг. ВВП ежегодно рос более чем на 6%, то есть примерно на 22 млрд. долл.) увлеклись самообогащением. Если беднейшие 20% населения получали 9% доходов страны, то богатейшие 20% присваивали 41,5%⁶³⁶. Возросшие иностранные инвестиции и

⁶³⁵ Фитуни Л.Л., Солодовников В.Г. Навстречу «арабской зиме». формирующиеся политические и экономические тренды в странах Северной Африки // Азия и Африка сегодня. 2012. №6 (659). С. 2-9.

⁶³⁶ World Development Indicators. 2011. – Washington, DC: The World Bank, 2011. P. 68. Опубликованные данные относятся к 2005 г. Скорее всего в последующие три года экономического бума разрыв еще вырос.

валютные доходы использовались нерационально. Часть их разворовывалась на личное потребление или для тайного вывоза за рубеж. Бегство капитала из Египта, связанное с манипуляциями с контрактными ценами по внешнеторговым операциям, откатами, коррупционными доходами и операциями с недвижимостью за рубежом в 2006 и 2007 гг. составило соответственно 13,0 и 13,6 млрд. долл. С началом кризиса и связанного с ним сокращения возможностей для незаконного обогащения (в результате уменьшения инвестиций, падения торгового оборота, сокращения внешней помощи) бегство капитала также снизилось до 7,4 млрд. долл. в год⁶³⁷.

Чтобы ослабить влияние кризиса, в 2009 г. власти Египта ввели новые меры государственной поддержки сельскохозяйственного экспорта и внутренние цены возобновили рост. Уже в первой половине 2010 г. темпы инфляции составили 11% в годовом исчислении. При этом цены на основу рациона – овощи – выросли по сравнению с 2009 г. на 45%⁶³⁸. Худшее, однако, было впереди. В конце августа 2010 г. стало известно, что из-за беспрецедентной засухи в России в страну не поступят законтрактованные 540 тыс. тонн сравнительно дешевой российской пшеницы. Россия ежегодно удовлетворяла примерно треть потребностей жителей Египта в этом продукте. Правда, ко времени введения эмбарго примерно 180 тыс. тонн уже было отправлено. К голоду в стране российское эмбарго не привело. В Египте оставались переходящие запасы в 3 млн. тонн (достаточно, чтобы обеспечивать потребности в течение 4-5 месяцев). После получения информации выпадающие объемы были оперативно закуплены во Франции и США. Однако эти закупки обошлись Египту дороже – примерно на 40 долл. за каждую тонну. К осени 2010 г. резко возросли цены на продовольствие и некоторые потребительские товары, снизился спрос на рабочую силу. 25 октября 2010 г. напротив здания Совета министров в Каире состоялась неожиданно многочисленная демонстрация нескольких молодежных оппозиционных групп и движений. И вышли они не только с экономическими, но и с политическими требованиями⁶³⁹.

Интересно, что перелив продовольственной инфляции в экономические протесты и трансформация последних в политическое действие проявились сначала не в Египте, а в Тунисе, стране почти полностью зависимой от импорта зерновых. По нашему мнению, обострение продовольственной инфляции и синхронное ухудшение положения с обеспечением государственных субсидий на еду и топливо сыграло куда большую роль в мобилизации масс в ходе «арабской весны», чем пресловутое отсутствие «социальных лифтов» и политический застой.

Чтобы избежать обострения социально-политической напряженности в обществе правительства стран БВСА, как правило, реагируют на рост мировых цен на сырьевые товары, увеличивая, по мере возможности, топливные и продовольственные субсидии, поднимая заработную плату госслужащих и пенсии, увеличивая целевые бюджетные ассигнования, снижая, если это возможно, налоговое бремя, и увеличивая иные государственные расходы. Цель этих мер – не бескорыстная благотворительность. По подсчетам МВФ, в БВСА около половины величины внутренней продовольственной инфляции каждого текущего квартала передается в следующем квартале года в непродовольственную инфляцию⁶⁴⁰. Отсюда задача – ограничить дальнейший рост внутренних цен на продовольствие, чтобы сохранить уровень покупательной способности основной массы домохозяйств и тем самым обеспечить внутреннюю безопасность. Это не всегда удается. Всем

⁶³⁷ <http://www.financialtaskforce.org/2011/01/26/now-egypt-there-goes-the-neighborhood/>.

⁶³⁸ <http://news.egypt.com/en/2010051110713/news/-business/egypt-capmas-inflation-hits-11-pct.html>.

⁶³⁹ Фитуни Л.Л. «Арабская весна»: трансформация политических парадигм в контексте международных отношений // Мировая экономика и международные отношения. 2012. №1. С. 3-14.

⁶⁴⁰ Masood A. Inflation in the Middle East—Looking at the Right Numbers (<https://blog-imfdirect.imf.org/2011/06/06/inflation-middle-east/>).

известной «арабской весне» 2010-2011 гг., в немалой степени порожденной ростом цен на продовольствие (особенно в Египте и Тунисе), предшествовала серия продовольственных бунтов и беспорядков 2008 г. на Бахрейне, в Йемене, Марокко и Иордании. Это во многом помогло подключить до того апатичные к революционным призывам массы «низов» к социальным движениям, добивавшимся низложение существовавших правительств и создать в ряде стран (Ираке, Ливии, Йемене, Сирии) предпосылки для затяжного вооруженного конфликта.

Эту мысль подтверждает развитие ситуации в тех странах, где с правами человека и «социальными лифтами» было явно не лучше (а по большому счету, возможно, и хуже), чем, например, в Тунисе или Египте – странах, ставших «буревестниками революций» в арабском мире, но где денежные доходы населения таяли не столь заметно. Любые попытки распространить пожар «арабской весны» на те государства, где за счет снижения инфляции удавалось сдерживать падения базисного жизненного уровня (Саудовская Аравия, Кувейт, Катар, Судан, ОАЭ, Алжир, Оман, Марокко, Иордания), оказались тщетными⁶⁴¹. Так, Судану между 1996 и 2010 гг. удалось понизить инфляцию с трехзначных до однозначных цифр, и хотя с 2008 г. она вновь начала расти, ее пока удерживают в этих пределах. В Кувейте и без того невысокая инфляция в 3% в 1996 г. была к 2000 г. понижена до 1,6%. В Саудовской Аравии в этот же период имела место дефляция (от -0,9% до -1,1%)⁶⁴².

Целый ряд исследователей в этой связи постулируют, что движение мировых цен на импортные товары может рассматриваться в качестве эффективного индикатора и даже провозвестника общей инфляции в регионе.

Поскольку большинство стран БВСА являются крупными импортерами биржевых сырьевых товаров, машин и оборудования, ширпотреба и продовольствия, появилось обилие специальных, главным образом, эмпирических, исследований с использованием эконометрических инструментов, посвященных изучению влияния сырьевых (в особенности нефтяных) ценовых шоков на экономики стран БВСА. Меньшее число работ посвящено исследованию влияния «ножниц цен» на экспортные и импортные товары. Практически все исследования выявляют сильную взаимосвязь между изменением цен на ввозимые и вывозимые товары, с одной стороны, и инфляцией, с другой.

Инерционный фактор, на наш взгляд, был одной из причин сохранения описанных выше в главе трех достаточно продолжительных и весьма схожих отрезков инфляционной динамики в экономиках БВСА. Научная литература, наш собственный опыт прикладных страновых исследований и анализа экономической ситуации и бизнес-климата в Египте, Марокко, Тунисе, Иордании, Израиле и Турции с 2005 по 2016 гг. показывают, что в регионе БВСА инфляция предыдущих периодов транслировала свои импульсы через адаптивные инфляционные ожидания, исполнение ранее заключенных контрактов и непрерывность отношений между большим количеством деловых партнеров, которые, как правило, при продолжении контрактов в большей или меньшей степени учитывают цены предыдущих периодов.

Ряд экономистов исследовал взаимосвязь движения процентных ставок и инфляции в регионе⁶⁴³. Теория утверждает, что рост реальных процентных ставок ведет к снижению совокупного спроса и, таким образом, служит снижению инфляции. Справедливость этого постулата в ближневосточных условиях проследить очень трудно, в первую очередь хотя бы потому, что анализ влияния

⁶⁴¹ Фитуни Л.Л. Экономические причины и последствия «арабской весны» // Проблемы современной экономики. 2012. №1. С. 90-97.

⁶⁴² Crowley J. Commodity Prices and Inflation in the Middle East, North Africa, and Central Asia // IMF Working Paper No.10135. 2010. P. 5.

⁶⁴³ Paun D., Sarlea M., Manta S. The Influence of Money Supply and Interest Rate on Inflation // China-USA Business Review. 2013. No.6. P. 543-551.

реальных процентных ставок осложняется ненадежностью часто подправляемой официальной статистики в очень большом числе стран БВСА. Кроме того, специфика региона такова, что процентные ставки мало где устанавливаются в результате свободной игры рыночных сил. В большинстве стран действуют ограничения, искажающие взаимосвязи между реальной ставкой и уровнем инфляции. Так, эксперты МВФ в 2007 г. обнаружили, что процентные ставки в Египте начали оказывать большее влияние на инфляцию после установления в 2005 г. центральным банком коридора ставки учетного процента⁶⁴⁴.

Говоря о влиянии внешних экономических факторов, следует отметить, что помимо изменения цен на основные товары импорта и экспорта достаточно существенное влияние на динамику инфляции в странах ближневосточного региона могут оказывать и другие экономические импульсы, исходящие из-за рубежа. Например, в условиях глобализации на те страны БВСА, которые претендуют на роль крупных международных (страны Персидского залива) или региональных (Египет, Ливан) финансовых центров, воздействуют процентные ставки в главных мировых финансовых центрах (US Treasury rates, LIBOR и т.д.). Отследить фактическую степень этого воздействия, на наш взгляд, затруднительно из-за большого количества допусков субъективного характера и неопределенности в предлагаемых моделях. Тем не менее существуют исследования, претендующие на эконометрическую оценку подобного влияния на примере стран ССАГПЗ⁶⁴⁵. Наши сомнения относительно правомерности однозначных выводов о реальном влиянии международных процентных ставок на показатели инфляции в арабских странах вообще и в монархиях Аравийского полуострова, в частности, основываются на том, что здесь (вопреки расхожему мнению неспециалистов) за редким исключением действуют довольно жесткие системы избирательного инвестиционного контроля и контроля за движением капитала, которые рассматриваются как важный элемент национальной безопасности (сохранения стабильности) и суверенитета.

Другим транслятором инфляционного воздействия является влияние движения обменных курсов национальных валют. Во многих странах БВСА национальные валюты официально или де-факто привязаны к доллару США. Снижение цены единицы американской валюты, таким образом, может иметь тот же эффект, как снижение стоимости местной валюты. То же самое будет происходить в странах, чья валюта привязана к доллару, но большая часть внешнеторгового оборота приходится на еврозону, в ситуации, когда европейская валюта дорожает относительно американской. Привязка к доллару валют стран Персидского залива – один из самых старых (после Гонконга и Панамы) до сих пор действующих примеров подобной фиксации курса национальных валют. Она существует более 40 лет и от нее не отказывались ни в периоды беспрецедентного падения цены на нефть до 10 долл., ни в связи с колоссальными падениями курсов акций и банковскими кризисами на Уолл-стрите, ни во время многочисленных войн в Заливе и «арабских весен». Такая привязка логична, поскольку основная часть валютных доходов указанных стран приходится на углеводороды, мировая торговля которыми осуществляется на доллары. С точки зрения инфляционного воздействия, преимуществом долларовой привязки валют стран ССАГПЗ является то, что она ограничивает трансмиссию волатильности нефтяных цен на экономики этих стран через колебания валютных курсов. Привязка к доллару выступает в качестве курсового якоря, снижающего инфляционные ожидания в странах Залива.

⁶⁴⁴ Al-Mashat R., Billmeier A. The Monetary Transmission Mechanism in Egypt // IMF Working Paper WP/07/285. 2007.

⁶⁴⁵ Al-Hassan A. Forecasting GDP and Inflation for the GCC Area in a "Data-Rich Environment" // Doctoral dissertation. 2008.

Поскольку мировая нефтяная торговля ведется в долларах, в действующей модели мирового экономического развития привязка к доллару для крупных нефтеэкспортеров – объяснимое и неизбежное явление. Тем не менее из-за того, что региональные центральные банки вынуждены следовать денежно-кредитной политике США, она делает экономику ССАГПЗ заложницей периодически возникающих циклов кредитных бумов и кризисов. В 2007 г., когда доллар США упал вследствие схлопывания кредитного пузыря, темпы инфляции в ССАГПЗ резко взлетели вверх, поскольку местные реальные ставки были отрицательными и породили шлейф высоко рискованных заемных операций и спекуляций на фондовом рынке, которые завершились макроэкономической катастрофой в 2008 г.

Составлено авторами по данным World Development Indicators, 2016 и US Energy Information Administration (http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm).

Рисунок 21.3. Динамика инфляции, прироста ВВП в регионе БВСА и мировых спот-цен на нефть WTI в 1988-2016 гг. (в % и долл.США)

В 2015 г., с ростом доллара США относительно барреля нефти почти на 25%, монархии залива импортировали дефляцию через нефтяные шоки (см. рис. 21.3). В ответ на действия ФРС США местные центральные банки были вынуждены ужесточить свою денежно-кредитную политику, несмотря на то, что местные фондовые рынки, рынки недвижимости и банковский сектор находились в стрессовой ситуации. В новейшей истории сверхсильный доллар уже четвертый раз заканчивается для экономик стран Персидского залива дефляционным шоком. Впервые такая ситуация сложилась в первый срок президентства Р. Рейгана (1981-1985 гг.), во второй раз – при Б. Клинтоне (1995-1999 гг.), и в третий – при Дж. Буше-мл. (2008-2009 гг.). Резкое удорожание доллара и привязанных к нему местных валют по отношению к евро, британскому фунту и российскому рублю стало катастрофой для ориентированных на туризм экономик Омана и Дубая (ОАЭ), где традиционно проводят зимние месяцы миллионы отдыхающих из России, Германии, Великобритании и Нидерландов. Однако отвязать свои валюты от доллара нефтяные монархии не в состоянии. Это бы означало немедленный взлет инфляции, массовый исход офшорных инвесторов и обесценило бы сбережения в местных банковских институтах. Центральные банки, денежные рынки и рынки капитала этих стран не способны брать на себя риски плавающих валютных курсов. Денежно-кредитная и макроэкономическая политика правительств и центральных банков стран Залива, да и вообще их внешняя и внутренняя политика в широком

смысле слова привязана к монетарному якорю доллара. На долларовой подушке покоится политическая стабильность и социальный мир в этих государствах. Перспектива девальвации не рассматривается как таковая. Совокупные активы Центрального банка ССАГПЗ и их суверенных фондов превышают 4 трлн. долл. США. Даже слабые валюты Бахрейна и Омана легко поддерживаются своп-линиями Центрального банка стран Залива. После видимого взлета в 2015 г. инфляция в 2016 г в странах ССАГПЗ заметно сократилась.

* * *

На экономику региона решающим образом влияет мировая конъюнктура рынка нефти, которая диктует и динамику инфляции. Государственные бюджеты стран-нефтегазозэкспортеров БВСА, в первую очередь Саудовской Аравии, других монархий Персидского залива, Ирана, Ирака, Алжира, Ливии и, в меньшей степени, Египта и Туниса формируются за счет нефтяных доходов. Несмотря на некоторое повышение цен в конце 2016 г., биржевые цены на нефть в течение ближайших лет, видимо, останутся относительно низкими (по сравнению с уровнем начала 2010-х годов). Их почти трехкратное падение по сравнению с относительно еще недавними максимумами вкупе с сохраняющейся неурегулированностью вооруженных конфликтов и социальной напряженностью будут главными детерминантами экономической ситуации в регионе в целом и инфляционной динамики в частности. В восточной части региона исключение будет составлять только Иран, где снятие санкций и быстрое восстановление прежних уровней нефтедобычи будет поддерживать рост на уровне 4,5% годовых еще некоторое время. В Ираке, Сирии, Ливии, Йемене экономическое положение полностью зависит от степени вероятности урегулирования там военных конфликтов, которая пока выглядит не очень обнадеживающей. В Египте (в большей степени) и Тунисе (в меньшей) сохраняется ситуация экономической нестабильности после экономической катастрофы «арабской весны», что не позволяет понизить инфляционные ожидания в каждой из этих стран.

Таким образом, объективно складывающаяся экономическая ситуация в регионе оставляет очень узкие возможности для воздействия на инфляцию с помощью средств государственной денежно-кредитной политики или иных экономических мер внутриэкономического порядка. Уход от «нефтяной иглы», о котором нередко рассуждают в подобном контексте применительно к другим регионам мира, в большинстве стран региона в обозримой перспективе маловероятен, а в странах типа Саудовской Аравии или соседних монархиях Аравийского производства может рассматриваться лишь в качестве гипотетической перспективы.

Как следствие, экзогенные факторы останутся в регионе определяющими с точки зрения воздействия на ситуацию с инфляцией и на эволюцию ее динамики. Средства государственной макроэкономической, структурной или денежно-кредитной политики могут дать ограниченный эффект в странах с относительно диверсифицированными экономиками или не являющихся ведущими мировыми нефтеэкспортерами (Египет, Иран, Марокко, Тунис, Иордания).

Странам БВСА нужно ускорение структурных реформ по диверсификации экономики. Хотя полный уход от нефтяной зависимости для многих стран региона невозможен, даже небольшое снижение уровня последней могло бы содействовать созданию более благоприятных условий для снижения инфляционной зависимости от внешних шоков. Расширение возможностей для национального частного сектора и повышения его значимости в ненефтяном сегменте экономики могло бы содействовать облегчению ситуации с занятостью и ростом платежеспособного спроса населения. Большинство стран региона сформировали и даже воплощают в жизнь собственные программы экономической диверсификации. Однако вопрос об их последовательности и логической преемственности действий остается открытым.

Одной из серьезных проблем остается нестыковка реализуемых программ подготовки кадров с реальными потребностями экономик. В частности, речь идет о преобладании в составе подготавливаемых национальных кадров юристов, менеджеров общего профиля, дизайнеров, врачей и представителей гуманитарных профессий в ущерб инженерным и техническим специальностям. Следствием такого дисбаланса становится ежегодный выпуск специалистов с высшим или средним специальным образованием, не находящих возможности трудоустройства и снижающих совокупный платежеспособный спрос в стране, с одной стороны, но увеличивающий потенциал социальной напряженности, с другой.

Социально-деструктивная реакция больших масс населения на проблему инфляции – одна из особенностей региона БВСА. Ни в одном другом крупном экономико-географическом районе мира резкое подорожание предметов потребления, прежде всего продовольствия, в последние десятилетия не приводило к таким всплескам насилия и кровавым последствиям, как в арабском мире.

Реформы последних лет и коррективы в области экономической политики в сочетании с более низкими мировыми ценами на нефть помогли улучшить макроэкономическую стабильность в странах-импортерах углеводородов. Последовательное продолжение реформ, снижение налогового бремени, и усиление внешнего спроса, особенно со стороны стран еврозоны, как ожидается, поддержат восстановление. Тем не менее на фоне сохраняющихся структурных препятствий в среднесрочной перспективе рост, вероятно, останется недостаточным, чтобы существенно повлиять на ситуацию с сохраняющимся высоким уровнем безработицы. Кроме того, даже это скромное улучшение ситуации зависит от множества рисков. Трудности с созданием рабочих мест и повышением жизненного уровня населения жизни могут усугубить социально-политические конфликты. Неудачные эксперименты в области социально-политической трансформации в странах региона отбрасывают их экономики на много лет назад.

Рост производительности труда и приток новых инвестиций в БВСА все еще недостаточны для уверенного и значимого экономического роста. Свободу маневра бюджетными средствами в «не-нефтяных странах», а с 2014 г. и у многих нефтеэкспортеров, ограничивают высокие административные расходы на зарплаты госслужащим, вынужденные платежи по обслуживанию госдолга и сохраняющиеся ассигнования на продовольственные и иные субсидии. Фискальная консолидация в этом контексте может улучшить ситуацию, но она же чревата социальными и политическими рисками. Целевые меры по оптимизации расходов бюджета, активно рекомендуемые МВФ и другими финансовыми институтами глобального управления, такие, как отказ от налоговых изъятий, повышение степени прогрессивности шкалы налоговой нагрузки и повышение собираемости налогов, переход от общего субсидирования в некоторых секторах (на продовольствие, электроэнергию и др.) к избирательной поддержке наиболее уязвимых групп населения, могут вызвать массовое недовольство населения, которое, как показывает практика последних лет, легко и эффективно используется как местной оппозицией любой ориентации – от немногочисленной пока либеральной демократии до радикальных исламистов, так и внешними силами.

Дилемма состоит в том, что при всех политических рисках реформ с точки зрения объективных потребностей экономик всех стран региона перенаправление государственных финансовых вливаний в сферы, стимулирующие экономический рост, повышение внутренней конкуренции и структурные реформы – перезревшая и неизбежная необходимость, единственная гарантия решения ключевой для них проблемы занятости и, в более широком смысле, продвижения вперед по пути хозяйственной и социальной модернизации в БВСА.

Глава 22. Основные факторы инфляции в России

В данной главе мы рассматриваем динамику инфляции в России после 1991 г., а также основные факторы, воздействующие на инфляцию в российской экономике. По проблемам инфляции в России было опубликовано большое число исследований. Одна часть исследований, опубликованная Е. Гайдаром и другими экспертами в 1990-е годы, связана с попытками объяснить феномен высокой инфляции в России в первые годы реформ. Другая часть представлена работами, которые пытаются определить отдельные факторы инфляции с конца 1990-х годов по настоящее время. Почти нет работ, охватывающих весь трансформационный период с 1991 г. В нашей работе мы попытались восполнить этот пробел.

Динамика цен в России в 1991-2015 гг.

Рост потребительских цен в России прошел несколько этапов (см. рис. 22.1). Первый этап – 1991-1997 гг. – скачок цен на 160% в 1991 г. и более 2500% в 1992 г. с постепенным снижением до 11,3% в 1997 г. Затем последовал скачок до 84,4% в кризисном 1998 г. со снижением до 9,0% в 2006 г. Скачки цен повторялись также в кризисные 2008 и 2015 гг., то есть в российской экономике, в отличие от экономик развитых стран, падение производства сопровождается не снижением, а ростом цен. В промежутке между кризисными годами рост цен оказался ниже 10%. Такая динамика цен объясняется высоким монополизмом экономики СССР, структурой экономики, резко отличающейся от реальных потребностей как потребителей, так и производителей, большими диспропорциями цен, сопровождающимися постоянно возникающими дефицитами. К 2000 г., когда структурные перекосы были в основном ликвидированы, диапазон колебаний цен снизился. Судя по всему, к 2010 г. наряду с продолжающимися структурными сдвигами, установились адекватные современной рыночной экономике пропорции цен. В результате перед последним кризисом 2015 г. цены стабилизировались на уровне 6-7%.

Источник: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

Рисунок 22.1. Прирост потребительских цен, % к предыдущему году

За период 1991-2015 гг. цены на потребительские товары и услуги в России выросли в 89 255 раз, при этом общий рост цен (дефлятор ВВП) составил 120 014 раз. Из таблицы 22.1 следует, что вклад в общий рост цен (дефлятор ВВП) производителей продукции для домашних хозяйств (население) был практически вдвое меньше, чем остальных производителей. Это объясняется низкой эффективностью производства в России (высокая энерго-, материало-, трудоемкость) и высокой долей импорта. Это также означает, что ссылки на опережающий рост доходов населения, которым и определяется спрос на потребительские товары и услуги, как на главный фактор инфляции, не

соответствуют действительности. Значит, замораживанием доходов населения, в первую очередь бюджетников, проблема инфляции в России не может быть решена.

Таблица 22.1.

Рост цен, число раз

Показатель	1991-2000	2001-2010	2011-2015	1991-2015
Потребительские товары и услуги	19 049	3,10	1,51	89 255
Остальные товары и услуги	20 269	4,90	1,58	153 337
Дефлятор ВВП	19 634	3,96	1,54	120 014

Рассчитано по: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

В 1991-2000 гг. рост цен был почти одинаковым, основные различия проявились в 2001-2010 гг., когда начался экономический рост и рост цен на энергоресурсы. Этот же период характеризуется резким ростом степени государственного участия в экономике (государственные компании, государственное регулирование), что привело к снижению уровня конкуренции. В этот период цены на потребительские товары и услуги выросли в 3,1 раза, а на остальные товары и услуги почти в 5 раз. Последние пять лет (2011-2015 гг.) скорости изменения цен сблизились. Мы объясняем это тем, что пропорции и структура российской экономики приблизилась к оптимальным для нормальной рыночной экономики.

Цены на потребительские товары и услуги возросли в 89 255 раз, однако цены на составные элементы потребительских товаров – продовольственные, непродовольственные товары и услуги – росли крайне неравномерно. Из таблицы 22.2 видно, что весь рост цен на потребительские товары и услуги в основном определялся ростом цен на услуги. Объясняется это неразвитостью сферы услуг во времена СССР и изменением структуры российской экономики. В 1991 г. доля услуг в ВВП России составляла всего 36,5%, а в 2015 г. она выросла до 61,5%. В 2014 г. этот показатель достиг 62,6%, однако в кризисном 2015 г. при общем сокращении ВВП добавленная стоимость в добывающих отраслях и сельском хозяйстве увеличилась. В результате возросла доля материального производства более чем на 1 п.п. и, соответственно, сократилась доля услуг.

Таблица 22.2.

Рост цен, число раз

Вид продукции	1991-2000	2001-2010	2011-2015	1991-2015
Потребительские товары и услуги	19 049	3,10	1,51	89 255
Продовольственные товары	15 875	3,09	1,58	77 249
Непродовольственные товары	15 024	2,19	1,44	47 280
Услуги	76 273	5,86	1,53	685 060

Рассчитано по: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

В структуре услуг быстрее всего росли операции с недвижимым имуществом, доля которых в ВВП возросла с 0,1% в 1991 г. до 11% в 2015 г., финансовое посредничество и страхование – с 2,3% до 4,3%, связь – с 0,7% до 1,4%, оптовая и розничная торговля – с 12,6% до 15,8%. В 1990-е годы торговля росла высокими темпами и ее доля в ВВП в 2000 г. достигла 24%. В последующие годы темпы роста торговли замедлились и к 2015 г. ее доля в ВВП (15,8%) оказалась примерно равной уровню развитых стран. В 2011-2015 гг. и в этой группе товаров произошла синхронизация инфляции. Это еще один фактор, доказывающий, что структура российской экономики приблизилась к современной структуре развитых стран.

К сожалению, вышеуказанными группами товаров исчерпывается перечень показателей, по которым в российской статистике имеются данные с 1991 г. По показателям роста цен производителей доступны данные начиная с 1998 г.

Таблица 22.3.

Рост цен производителей, число раз

Виды производителей	1998-2010	2011-2015	1998-2015
Промышленных товаров	9,60	1,43	13,73
Добычи полезных ископаемых	15,87	1,59	25,29
Обрабатывающих производств	8,47	1,37	11,61
Производства и распределения электроэнергии, газа и воды	7,86	1,39	10,92
Строительной продукции	6,86	1,43	9,82

Рассчитано по: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

Как видно из таблицы 22.3, наибольший рост цен был в добыче полезных ископаемых, а наименьший – в строительстве, что абсолютно точно отражает различия как в степени конкуренции в отраслях, так и в степени государственного вмешательства. Наиболее конкурентные условия работы и наименьшее вмешательство государства в строительстве. Меньше всего конкуренции и больше всего государственного регулирования в нефтяной и газовой промышленности.

Рост цен производителей сельскохозяйственной продукции в целом практически был равен росту цен производителей промышленных товаров, однако превышал рост цен всех отраслей материального производства, кроме добычи полезных ископаемых (см. табл. 22.4). На наш взгляд, это объясняется отставанием развития сельского хозяйства в СССР, ускоренным ростом сельхозпроизводства в России, а также большой долей импорта в потреблении сельскохозяйственной продукции. Доля импорта в последние годы сокращается, но объявленная программа импортозамещения способствовала и в ближайшие годы будет способствовать росту цен из-за снижения конкуренции.

Таблица 22.4.

Рост цен производителей, число раз

Виды производителей	1998-2010	2011-2015	1998-2015
Сельскохозяйственной продукции	10,34	1,34	13,82
Продукции растениеводства	10,83	1,36	14,68
Продукции животноводства	10,00	1,37	13,73

Рассчитано по: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

В 1995-2000 гг. наибольший рост цен оказался в автомобильном транспорте. Несмотря на конкурентный рынок, отставание в автомобилизации было так велико, что потребовало взрывного роста отрасли, определившего быстрый рост цен. В 2001-2010 гг. все встало на место, и по росту цен отрасли распределились в полном соответствии со степенью конкуренции и госрегулированием. Даже в последние пять лет (2011-2015 гг.), когда рост цен выравнивался, цены трубопроводного транспорта, в котором выше и монополизация, и государственное регулирование, росли чуть быстрее, чем в автомобильном и железнодорожном транспорте (см. табл. 22.5).

Таблица 22.5.

Рост цен производителей, число раз

Вид продукции	1995-2000	2001-2010	2011-2015	1995-2015
Грузовые перевозки, всего	7,0	5,48	1,41	53,9
Железнодорожный транспорт	4,7	4,49	1,38	29,1
Автомобильный транспорт	10,1	2,64	1,38	36,9
Трубопроводный транспорт	8,3	7,40	1,40	86,2

Рассчитано по: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

Факторы роста цен в России

Мы постарались выделить наиболее важные, на наш взгляд, факторы роста цен в России. Этот выбор также определялся возможностью количественной оценки того или иного фактора. Например, важнейший фактор, особенно в 1990-е годы, роста цен – монополизм российской экономики. Однако мы не беремся определять взаимосвязь степени монополизации рынков с ростом цен.

Общепризнанным фактором, воздействующим на инфляцию, является изменение курса рубля. Для российской экономики действие этого фактора неоднозначно. Дело в том, что курс рубля менялся неравномерно. В первый период с 1991 г. до середины 1998 г. курс рубля к доллару снизился в 8,3 раза, причем это снижение шло более или менее равномерно. Следующий скачок курса – середина 1998-1999 гг. – курс рубля снизился в 4,3 раза. С 1999 по 2013 гг. курс рубля колебался в диапазоне 24,62 – 31,84 рубля за доллар, а в 2014-2015 гг. снова снизился почти в 2 раза (см. рис. 22.2).

Источник: International Monetary Fund, International Financial Statistics Database (<http://www.imf.org>).

Рисунок 22.2. Среднегодовой курс рубля к доллару

Потребительские цены росли скачкообразно с 1991 по 1999 гг., а в последующие годы прирост цен не превышал 20% в год (см. рис. 22.3). Тем не менее при столь различной динамике этих двух показателей, взаимосвязь изменения валютного курса и инфляции оказалась очень тесной: коэффициент корреляции за весь период (1991-2015 гг.) составил 0,72. За период 1991-1999 гг. коэффициент корреляции оказался равным 0,54, а в 2011-2015 гг. возрос до 0,92.

Источники: International Monetary Fund, International Financial Statistics Database; Федеральная служба государственной статистики, база данных.

Рисунок 22.3. Прирост среднегодового курса рубля к доллару (правая шкала), прирост потребительских цен (левая шкала)

Такая же высокая зависимость от изменения курса рубля обнаружилась и в динамике дефлятора ВВП (см. рис. 22.4). Коэффициент корреляции за весь период, по которому имеются данные (1994-2015 гг.), составил 0,7.

Источники: International Monetary Fund, International Financial Statistics Database; Федеральная служба государственной статистики, база данных.

Рисунок 22.4. Прирост среднегодового курса рубля к доллару (правая шкала), дефлятор ВВП (левая шкала)

Еще одним важнейшим фактором, определяющим инфляцию, является изменение денежной массы в экономике (M_2). Рост денежной массы при прочих равных условиях ведет к росту цен, а рост цен, в свою очередь, требует увеличения денежной массы. Анализ годовых данных (имеются данные с 1996 г.) показал очень низкую корреляцию между этими двумя показателями. Поскольку воздействие одного показателя на другой происходит с лагом во времени, мы попробовали проанализировать взаимосвязь между ними, сдвинув на один год весь ряд потребительских цен (см. рис. 22.5). В этом случае степень корреляции оказалась довольно высокой – 0,43. Возможно, более адекватным реальным соотношением величин был бы сдвиг на 2-3 квартала, но, к сожалению, квартальных данных нет, и мы вынуждены использовать только годовые данные. Кроме того, из анализа исключена скорость оборота денег в экономике.

Источник: Федеральная служба государственной статистики, база данных.

Рисунок 22.5. Прирост денежной массы (правая шкала), прирост потребительских цен (левая шкала)

Более тесная связь наблюдается между приростом денежной массы и общим ростом цен в экономике (дефлятор ВВП) (см. рис. 22.6). Коэффициент корреляции между этими показателями за весь период (1996-2015 гг.) оказался равен 0,58.

Источник: Федеральная служба государственной статистики, база данных.

Рисунок 22.6. Прирост денежной массы (правая шкала), прирост дефлятора ВВП (левая шкала)

Повышение цен естественных монополий. Мы считаем, что одним из существенных факторов роста цен в России является ежегодное повышение цен на услуги ЖКХ, электроэнергию, газ, железнодорожный транспорт. Оценить вклад повышения цен естественных монополий сложно, но иллюстрацию можно привести. В 2012 г. цены были повышены не с 1 января, как обычно это делалось, а с 1 июля. В результате рост цен в 1-м и 2-м кварталах 2012 г. оказался почти вдвое ниже, чем в предыдущие и последующие периоды (см. табл. 22.6). Могли сказаться и другие факторы, но этот основной. Проблема в том, что ежегодные повышения цен привязываются к росту потребительских цен в предыдущем году. Хотя экономически обоснованно (если это вообще можно считать обоснованием) повышение цен связывать с ростом издержек естественных монополий по отдельным элементам. Допустим, зарплата была повышена в предыдущем году на 10%, и если доля зарплаты в издержках составляет, например, 15%, то цена должна быть повышена лишь на 1,5%. Так же должен производиться расчет по всем остальным элементам издержек и вклад этого роста в повышение издержек. В результате окажется, что цены надо повысить на гораздо меньший уровень, чем это делается сейчас.

Таблица 22.6.

Прирост потребительских цен в 2011-2013 гг., % (поквартально)

Показатель	2011 год				2012 год				2013 год			
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Рост цен	9,5	9,5	8,1	6,7	3,9	3,8	6,0	6,5	7,1	7,2	6,4	6,4

Источник: Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>).

Еще раз повторяем, что ссылка на общий темп инфляции некорректна. Кроме того, вообще надо бы решить вопрос о необходимости ежегодного повышения цен. Может быть, стоило бы объявить мораторий на повышение цен (например, на 5 лет) с целью добиться снижения издержек, либо вообще «отпустить» цены и дать возможность заработать механизму спроса и предложения.

Один из факторов инфляции в России – сравнительно низкая производительность труда. В целом по экономике производительность труда в России, по нашим расчетам, не превышает четверти показателя США (22-23% в 2014 г.). В то же время, например, в нефтедобыче разрыв не столь существенный. Однако если сравнивать производительность труда в нефтепереработке, продукция

которой используется в конечном потреблении и оказывает значительное влияние на уровень цен в экономике, то картина совершенно иная. Производство нефтепродуктов на одного занятого в России более чем в 4 раза ниже, чем в США, и этот разрыв в последние пять лет увеличивается (см. табл. 22.7).

Таблица 22.7.

Производительность труда в нефтепереработке России и США

Показатель	1990	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Россия</i>							
Переработка нефти, млн. т	298	251	259	272	282	296	288
Занятость, тыс. чел.	99	109	107	109	113	119	122
Переработка на одного занятого, т	3 010	2 305	2 434	2 500	2 483	2 485	2 361
<i>США</i>							
Переработка нефти, млн. т	670	736	740	750	766	792	810
Занятость, тыс. чел.	153	73	71	71	70	70	72
Переработка на одного занятого, т	4 385	10 051	10 464	10 519	10 901	11 246	11 241

Рассчитано по: BP Statistical Review of World Energy 2016 – data workbook (<http://www.bp.com>); Федеральная служба государственной статистики, база данных (<http://www.gks.ru>); Единая межведомственная информационно-статистическая система (ЕМИСС), база данных (<https://www.fedstat.ru>); U.S. Bureau of Labor Statistics Database (<https://www.bls.gov>); Российский статистический ежегодник 2000. – М.: Госкомстат, 2000. С. 321.

Конечно, такая ситуация не во всех отраслях, но в тех отраслях, которые определяют структуру издержек и цен в экономике России производительность труда отстает от ведущих стран мира. В первую очередь, это агропромышленный и топливно-энергетический комплексы, ЖКХ и транспорт. Быстро изменить ситуацию невозможно. Изменения в эффективности производства, рост производительности труда происходят по мере ввода новых современных производств, обновления действующих предприятий при ликвидации устаревших и наименее эффективных, реконструкция которых обходится дороже, чем создание новых производств. Для этого требуются инвестиции и многие годы целенаправленной работы.

Одним из факторов, провоцирующих инфляцию, является большой профицит торгового баланса. За десять лет начиная с 2005 г. доля в ВВП ежеквартального положительного сальдо торгового баланса колебалась от 4,3% до 16,6%, а среднее значение составило 8,8%. Это обеспечивало большой приток иностранной валюты в экономику и создавало избыток ликвидности. Значительная часть этих поступлений направлялась в Резервный Фонд и Фонд национального благосостояния. Тем не менее, несмотря на такую стерилизацию, в экономике сохранялось давление на цены, приводившее к их росту. Большой приток иностранной валюты приводил к еще одному негативному фактору – к завышению курса рубля по сравнению с курсом, соответствовавшему реальным пропорциям в экономике. Это, в свою очередь, увеличивало импорт как потребительских, так и производственных товаров, подавляя внутреннее производство. В экономической литературе данное явление получило название «Голландская болезнь». Избежать болезни может экономика, в которой создан привлекательный инвестиционный климат, имеются сильные институты (реальное разделение властей, независимый суд, свободные СМИ), обеспечена защита прав собственности, в том числе интеллектуальной. Такая экономика отвечает на повышение спроса адекватным ростом производства конкурентоспособной продукции, созданием производств за границей. В наших условиях растет «необязательный» импорт и увеличивается вывоз капитала из страны. На графике (см. рис. 22.7) видно, что изменения доли чистого экспорта в

ВВП и поквартальные изменения инфляции почти повторяют друг друга. Мы провели корреляционный анализ этих изменений. Коэффициент корреляции составил 0,54, что свидетельствует о значительной взаимозависимости этих показателей.

Источник: Федеральная служба государственной статистики, база данных.

Рисунок 22.7. График изменения чистого экспорта и инфляции

Как мы уже упоминали, очень часто одним из главных факторов инфляции называют опережающий рост заработной платы в России. При этом заработную плату сравнивают с ростом ВВП и производительности труда. Расчеты показывают, что подобные утверждения далеки от реальности, что было продемонстрировано, когда мы рассматривали рост цен на потребительские товары и услуги. Мы проанализировали изменения доли заработной платы наемных работников в ВВП России с 1991 по 2015 гг. (см. рис. 22.8). На графике хорошо видно, что за четверть века при всех колебаниях доля заработной платы в ВВП практически не изменилась – примерно 47% ВВП. За весь период доля заработной платы лишь дважды превысила 50% ВВП – в 1996-1997 гг. (51%) и в 2009 г. (53%), а минимальные значения были отмечены в 1992 г. (37%) и в 1999-2000 гг. (40%). Рост доли заработной платы выше 50% ВВП является чисто статистическим феноменом. В год кризиса ВВП сокращается, а заработная плата остается на прежнем уровне, и, соответственно, повышается ее доля в ВВП, что мы и наблюдали в 2009 г.

Необходимо отметить, что в российской статистике к показателю заработной платы наемных работников добавляется часть смешанных доходов, оцениваемая как заработная плата. Другими словами, заработная плата в чистом виде составляет еще меньшую долю ВВП. Таким образом, несмотря на то, что в отдельные периоды заработная плата росла опережающими темпами, за ними следовали периоды, характеризующиеся замедлением темпов роста, что и привело к стабильности доли заработной платы в ВВП. В ведущих развитых странах (в частности, в США) доля заработной платы в ВВП находится в интервале от 52% до 60%⁶⁴⁶. Для того, чтобы аналогичный показатель в российской экономике приблизился к этому уровню, потребуются многие годы. Чтобы оценить масштабы явления, надо представить вес одного процентного пункта российского ВВП, который составлял в 2015 г. 808 млрд. руб., то есть увеличение доли заработной платы хотя бы на 5 п.п. (до 52% ВВП)

⁶⁴⁶ BEA. Percentage shares of gross domestic income (<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&904=2008&903=52&906=q&905=2015&910=x&911=1>>).

привело бы к суммарному росту заработной платы в российской экономике в 2015 г. более чем на 4 трлн. руб.

Источник: Федеральная служба государственной статистики, база данных; Российский статистический ежегодник 2000. – М.: Госкомстат, 2000. С. 250.

Рисунок 22.8. График изменения доли оплаты труда наемных работников и валовой прибыли в ВВП, %

На рисунке 22.8 приведены данные по доле оплаты труда наемных работников в ВВП с 1990 г. Однако в базе данных Росстата пересмотренные данные о структуре ВВП по видам доходов имеются лишь с 1995 г. Данные за пятилетие с 1990 по 1994 гг. мы взяли из опубликованных в 1990-е годы статистических сборников. Если же мы составим график пересмотренных с 1995 г. данных и выделим тренды, то получится следующая картина: оба тренда – и заработной платы и валовой прибыли – показывают абсолютную стабильность на протяжении 20 лет. Тренд доли заработной платы в ВВП, как мы уже писали выше, составляет примерно 47%, а тренд валовой прибыли в ВВП – примерно 38%.

В экономике США в 2015 г. доля заработной платы наемных работников в ВВП составляла 53,1% (за весь период наблюдений с 1929 г. средние величины – 54-55%), а доля валовой прибыли и смешанных доходов – 24-25%.

* * *

Анализ показал, что инфляция в России – явление многофакторное и борьба с ней не может быть успешной без воздействия на все важнейшие факторы одновременно. Низкая конкуренция на рынках и высокая степень государственного вмешательства приводят к высокой инфляции, и, напротив, конкурентные, свободные рынки обеспечивают более низкий уровень цен. Потребление домашних хозяйств, заработная плата наемных работников не являются главными факторами инфляции. С течением времени снижалась степень воздействия на инфляцию таких факторов, как структура экономики, степень ее монополизации. В последние годы на первый план стали выходить повышение цен естественных монополий, низкая эффективность производства, низкая производительность труда. Постоянно действующими факторами остаются скачки курса рубля, значительное активное сальдо торгового баланса и рост денежной массы.

Глава 23. Инфляция и антиинфляционная политика в России

Инфляция в России частично унаследована от советских времен, частично предопределена политической и экономической обстановкой перехода от условно плановой экономики к условно рыночной.

Особенности инфляции в России

В СССР было лишь два безынфляционных периода: 1922-1925 гг. и большая часть 1950-х годов. Причины разные. Первый период – НЭП, который жил в основном на дореволюционных запасах, инвестиции были на очень низком уровне, в тяжелую промышленность практически ничего не вкладывали, но экономика могла предложить достаточное количество потребительских товаров, в том числе продовольствия (основные производители – зажиточные крестьяне «кулаки»). Государственные расходы были ограничены – «партмаксимум» у большей части бюрократии, низкие военные расходы (распущенная после Гражданской войны армия не превышала 500 тыс. чел.), частично сохранившиеся рыночные институты – тресты, коммерческий кредит, оборот векселей, развитая сельхозкооперация и т.д. Стоимость рабочей силы тормозилась относительно высоким уровнем безработицы.

В 1950-е годы инфляция подавлялась снижением жизненного уровня большинства населения, прежде всего колхозников. Излишняя денежная масса изымалась при помощи принудительных займов. Существовавший институт налоговых агентов достаточно эффективно работал с производственными артелями, а также с неформальным сектором. Налогами пытались обложить даже репетиторство. При этом дифференциация в зарплатах была существенной, но, конечно, не такой, как сейчас. При средней зарплате в народном хозяйстве менее 700 руб.⁶⁴⁷ (в масштабе цен до деноминации 1961 г.) заработок многих категорий работников (от шахтеров до ученых⁶⁴⁸) был значительно выше. Достаточно высокие зарплаты относительно существовавших тогда цен получали квалифицированные рабочие, инженеры, конструкторы. При этом дифференциация в доходах, необходимая для экономического развития, не вела к инфляции.

С конца 1950-х годов СССР перешел на эмиссионное финансирование экономики. Сначала это дало положительный эффект для повышения жизненного уровня, в частности, массового строительства жилья. Но со временем такая экономика привела к появлению всеобщего дефицита и резкому ухудшению качества продукции. Эмиссионное финансирование экономики сопровождалось грубыми ошибками в экономической политике – ликвидация производственных артелей, обложение непосильным налогом приусадебных хозяйств колхозников, целина, шараханья в госуправлении экономикой – от министерств к совнархозам, укрупнение совнархозов, опять министерства, разделение партийных организаций (обкомы и райкомы по промышленности и по сельскому хозяйству). В более «спокойный» брежневский период, несмотря на формально стабильные цены (периодически они все же повышались – на мясо, например), скрытая инфляция постоянно накапливалась. Свой вклад внесла афганская война. В 1991 г. открытая инфляция уже составила 6,8%. Скрытая же была, конечно, больше.

Ошибки перестройки обескровили экономику. Распад СССР происходил в условиях экономического и политического хаоса. Сохранение рублевой зоны в 1992-1993 гг. оказывало дополнительное инфляционное давление на экономику России.

⁶⁴⁷ Данные содержатся в изданном в 1956 г. под грифом «совсекретно» статистическом справочнике ЦСУ СССР о развитии народного хозяйства СССР в 1920-1955 гг. (РГАЭ. Ф. 1562. Оп. 41. Д113.Л. 1-291).

⁶⁴⁸ В 1950-е годы заработок академика (директора института и по совместительству зав. кафедрой в вузе) был в 30 раз выше средней зарплаты в народном хозяйстве и даже выше официального оклада Председателя Совмина СССР. Правда, академиков в то время было в разы меньше, чем сейчас.

Неудивительно, что в 1992 г. потребительские цены, после их либерализации, выросли в 26 раз, а денежная масса «только» в 7,4, образовав дефицит платежных средств для текущих расчетов между предприятиями. Начался вал неплатежей. В 1993 г., несмотря на прекращение функционирования рублевой зоны, денежная масса выросла в 4,8 раза, а цены в 9 раз.

Вплоть до кризиса 1998 г. инфляция постепенно снижалась: в 1994 г. потребительские цены выросли в 3,1 раза, в 1995 – в 2,3 раза, в 1996 г. – на 21,8%, в 1997 г. – уже только на 11%. Этому, в частности, способствовали такие меры, как прекращение функционирования рублевой зоны, внутренняя обратимость рубля, свобода для неформального сектора, в том числе в сфере внешнеэкономических связей («челноки»). Удалось в короткий срок наполнить внутренний рынок импортными промышленными и потребительскими товарами. Долларизация стимулировала накопления населения в валюте и в какой-то мере сдерживала инфляционное давление. Но в долгосрочном плане все эти меры создали систему долгосрочных негативных факторов, определяющих до сих пор особенности инфляционного процесса в современной России.

Характерно, что в современной российской экономике широко присутствуют такие элементы скрытой инфляции, существовавшие в советские годы, как вымывание дешевого ассортимента и ухудшение качества продукции.

Снижение инфляции не было абсолютным приоритетом в 1990-е годы. Регулярно повышались пенсии и зарплаты бюджетникам, в том числе за счет дефицита бюджета, который в свою очередь финансировался выпуском ГКО. Теоретически правильная идея из-за неверного целевого использования этого инструмента привела в итоге к дефолту 1998 г., когда произошла четырехкратная девальвация рубля, и к новому всплеску инфляции: 84% в 1998 г., 36,5% в 1999 г.

На однозначную годовую инфляцию впервые вышли только в 2006 г. (9%) и то ненадолго. Мировой кризис 2007-2009 гг. понизил нефтяные цены, курс рубля и, следовательно, инфляционные ожидания, еще раз показав, что один из главных немонетарных факторов инфляции – девальвация рубля.

В 2007 г. и 2008 г. темпы роста потребительских цен стали вновь двузначными (соответственно 11,9% и 13,3%). Начиная с 2009 г. и вплоть до конца 2014 г. инфляция была ниже 10%. При этом рост денежной базы был значительным (с 2008 г. по 2014 г. денежная масса выросла более чем в 2 раза). Устойчивый рост мировых цен на нефть и масштабный приток валюты вынуждал ЦБ РФ сдерживать рост курса рубля с тем, чтобы поддержать конкурентоспособность экономики, и скупать доллары – основной источник эмиссии в тучные 2000-е годы. Однако, несмотря на быстрое увеличение денежной массы в этот период, рост цен сдерживали низкие девальвационные ожидания, рост реального курса рубля и удешевление импорта. Но потенциальный риск инфляции оставался. Падение нефтяных цен и курса рубля в конце 2014 г. опять вернули экономику к двузначной инфляции (11% в 2014 г. и почти 13% в 2015 г.).

Жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ позволила стабилизировать рыночный курс рубля и несколько уменьшить его зависимость от цены на нефть, что привело к снижению инфляции в 2016 г. (примерно до 5,4% на годовом уровне). В 2017 г. инфляция продолжила снижаться, уже к концу весны достигнув целевой установки ЦБ РФ в 4%, снизившись до 2,5% по итогам 2017 г.

Тем не менее политика ЦБ РФ подвергается острой критике. От регулятора требуют активнее участвовать в стимулировании экономического роста. Дилемма – инфляция или экономический рост – стала в центре дискуссий на академическом уровне и на совещаниях у руководства страны.

Все эти дискуссии оставляют за кадром многие глубинные проблемы российской экономики, решать которые необходимо одновременно и для

подавления инфляции, и для перехода к устойчивому качественному росту. Это – сохраняющаяся низкая эффективность экономики, региональные диспропорции, чрезмерная зависимость от импорта, структура занятости и доходов, менталитет бизнеса, теневая экономика, неразвитость финансового рынка, отсутствие долгосрочных стимулов к добросовестному труду, всеобщее недоверие экономических агентов друг к другу и к правительству.

Фундаментальные причины инфляции в России

Низкая эффективность экономики. Мы не смогли сократить кратный разрыв в уровнях производительности труда с ведущими странами. В России, по расчетам Сектора прогнозирования мировой экономики ИМЭМО РАН, выработка на одного занятого в 4-5 раз меньше, чем в США (как и в 1990 г.), и в 3-4 раза меньше, чем в ЕС. По отдельным отраслям разрыв составляет 2-3 порядка. При этом потребительские претензии через так называемый демонстрационный эффект приблизились к западным стандартам, а порой даже более завышенные. Например, визуально автомобили на улицах Москвы значительно более дорогие, чем в Париже. И это при том, что большая часть страны (малые города и сельская местность) не обустроена для нормальной и удобной каждодневной жизни.

В ведущих странах мира высокая доля сферы услуг в экономике – результат эффективности перерабатывающих отраслей, тогда как в России растущая доля услуг в ВВП не соответствует эффективности обрабатывающей промышленности. Структура доходов стимулирует занятость не в сфере производства, а в торговле, посреднических услугах, финансовых и валютных операциях.

Низкая эффективность российской промышленности и сельского хозяйства во многом связана с неразвитостью транспортной инфраструктуры и плохой логистикой. Совокупные издержки на транспорт и логистику в России – 20%. В Китае – 15%, в Европе – 7-8%.⁶⁴⁹ И дело не только в большой территории. Исторически транспортная схема в России сверхцентрализована. Все дороги ведут в Москву. Ее функции товарораспределительного центра завышают стоимость поставок для потребителя в регионах. Это тоже вклад в инфляцию. Современная экономика требует перехода от радиальной транспортной схемы к сетевой. Иначе не избежать излишней дальности перевозок, встречных транспортных потоков, повышенных нагрузок на транспортные средства и т.д. Для перехода к принципиально новой транспортной схеме почти ничего не делается. Уже начавшееся строительство ЦКАД только усиливает роль Московского региона в транспортных перевозках.

В рейтинге Мирового Банка по развитию логистической системы Россия на 90^м месте. В то время как США – на девятом, Канада – на двенадцатом, Австралия – на шестнадцатом, Китай – на 28^м, Бразилия – на 65^м. Неразвитость дорожной сети сдерживает развитие современной логистики. Почти ушли в прошлое комбинированные перевозки (железная дорога – автотранспорт) во многом из-за плохой организации перевозок в «РЖД», устаревшей инфраструктуры и изношенного подвижного состава. Объемы контейнерных перевозок по Транссибу в СССР был на порядок больше, чем сейчас. Перевозки автотранспортом стали рентабельнее перевозок по железной дороге. Это полностью противоречит мировой практике. Речной транспорт продолжает деградировать. Не можем восстановить морские каботажные перевозки, которые могли бы взять на себя существенную часть грузопотоков с Крымом, как было и до революции и при Советской власти.

В сентябре 2015 г. на Восточном экономическом форуме было объявлено, что с 1 октября Владивосток и 14 портов Приморья становятся порто-франко. Этого не случилось. Обработка контейнеров в порту Владивосток по-прежнему занимает 72 часа, а 450 км южнее – в порту Далянь (Дальний) – 18 мин., включая растаможку.

⁶⁴⁹ Матвеева А. Продвижение без тромбов // Эксперт. 2015. №41. С. 26-28.

Ощущается дефицит современных складских комплексов, особенно в регионах. На Дальнем Востоке и в Сибири они практически отсутствуют. По оценкам журнала «Эксперт», из 19 млн. м² существующих качественных складских помещений 11,6 млн. находятся в Московском регионе, 2,5 млн. – в Санкт-Петербурге, примерно по 1 млн. – в Екатеринбурге и Новосибирске.

Излишнее внимание уделяется у нас международным транспортным коридорам Север–Юг и Тихий океан – Европа. Возможности получать прибыли от транзита чужих грузов по нашей территории преувеличены. А, главное, основная функция транспортно-коммуникационной системы – содействовать развитию собственных регионов и повышению эффективности экономики за счет снижения транспортной составляющей в себестоимости отечественной продукции.

Неэффективность экономики проявляется и в структуре занятости, которая стала существенным фактором инфляционного давления. Охранниками в частных структурах работают, по различным оценкам, до 6 млн. чел. Операциями с недвижимостью занимаются 5 млн. чел. В расчете на 1 тыс. жителей ритейлеров и работников ритуальных услуг у нас в разы больше, чем в других странах (как развитых, так и развивающихся). Аппарат госуправления больше, чем был в СССР⁶⁵⁰. Раздуты штаты и в крупных компаниях, как государственных, так и частных. Так, даже в наиболее рентабельной отрасли – нефтяной промышленности – добыча нефти на одного занятого в российских компаниях в 2-3 раза ниже, чем в западных. Так, в 2016 г. у «Роснефти» и «Лукойла» на одного занятого добывалось порядка 20 барр. в сутки, тогда как в «Shell», «BP» или «Chevron» – 40-45 барр. в сутки, а в «ENI» или «ExxonMobil» – вообще больше 50 барр. в сутки⁶⁵¹.

Естественные монополии. Распространенное клише, что один из главных источников инфляции – естественные монополии. На самом деле вопрос сложнее. Во-первых, ситуация совершенно разная в отдельных отраслях ЖКХ, обеспечении экономики газом, электроэнергией, железнодорожными услугами. Во-вторых, проблема естественных монополий напрямую связана с необходимостью модернизации этих отраслей, что требует значительных инвестиций. Главный вопрос – кто за них будет платить.

Жилищный фонд страны, особенно в частном секторе старых русских городов, поселках, где многоквартирные блочные дома построены еще во время укрупнения деревень, изношен до предела. Что говорить о домах в умирающих деревнях. Жилые бараки сохраняются еще в некоторых местах бывшихстроек коммунизма. Инфраструктура (тепло- и водоснабжение, канализация) практически везде требует замены. Давно назрела также модернизация железных дорог. Несколько иное положение дел в электроэнергетике, где многие проблемы – результат неудачной реформы РАО ЕЭС. Вместо одной неэффективной монополии возникли сотни неэффективных посредников. То есть на входе формирования национальных издержек экономика получает непрозрачную систему ценообразования.

Не всегда монополия плохо. Например, «Газпром» выполняет определенные социальные функции: газ для населения в разы дешевле, чем в Европе. Либерализация рынка газа, если ее осуществлять так же, как реформировали РАО ЕЭС, приведет только к росту тарифов для домохозяйств, то есть к инфляции. При этом экспортные цены на газ снизятся из-за внутренней конкуренции, но выгоду от

⁶⁵⁰ Избыточность чиновников имеет тройной негативный эффект: а) дополнительные бюджетные расходы, б) дополнительные барьеры для бизнеса, в) излишние бюрократические препоны при получении населением различного рода государственных услуг и вообще для нормальной жизни. Такая избыточность чиновников – не только инфляционный фактор, но и источник дополнительной социальной напряженности.

⁶⁵¹ Расчеты на основе информации из годового отчета «Роснефти» и данных ЮНКТАД (World Investment Report 2017. Annex table 24 – <http://www.unctad.org>).

этого почувствуют только потребители газа за рубежом. Иначе говоря, везде нужны продуманные просчитанные решения, проработанные специалистами с учетом конкретной ситуации. Абстрактный, теоретически вроде правильный подход, ни к чему хорошему не приводит. Реформа РАО ЕЭС этому лишнее подтверждение.

Неэффективность экономической системы, точнее, неразвитость рынка, проявляется, в частности, в проведении значительного объема операций, минуя банки. Это касается закупок большей части продукции у сельхозпроизводителей, в том числе для экспорта, заготовки древесины, автомобильных грузоперевозок и др. Значительным остается бартер. Так, несколько старых вагонов меняются на один новый. И дело не в нехватке денег. Фактически это уход от налогов. Имеет место вынужденное «самообеспечение» производства. Нефтегазовые компании создают свои электростанции на Дальнем Востоке и на Крайнем Севере. Вагоностроительные предприятия – свои сталелитейные производства. Все это дополнительно стимулирует инфляцию издержек.

Психология бизнеса. Установка на рост цен заложена у современного российского бизнеса еще в ходе перестройки и в 1990-е годы. Политически ориентированная приватизация и залоговые аукционы создали целые кланы неэффективных собственников. Большинство компаний до сих пор ориентировано на краткосрочную доходность, то есть на максимизацию продажных цен, а не увеличение доли на рынке.

Инфляционные риски связаны и с тем, что с конца 1980-х – начала 1990-х годов у бизнеса устойчивый приоритет внешнего рынка по сравнению с отечественным. Полученный предприятиями еще при СССР прямой доступ к внешнему рынку (в принципе правильная, но неподготовленная мера) создал условия для быстрого обогащения экспортеров сырья (нефть, металлы, удобрения, уголь) за счет порой многократной разницы между фиксированными внутренними ценами и мировыми. И, наоборот, по импорту ширпотреба, разница в ценах по которому составляла значительную часть поступлений в бюджет при монополии внешней торговли, стала поступать в частные руки. Во внешнеэкономической деятельности появились первые долларовые миллионеры еще в конце 1980-х годов. Одновременно происходила криминализация этой сферы. Обратимость рубля была скоропалительно введена в середине 1992 г. в разгар экономического хаоса и политической нестабильности (что беспрецедентно для мировой практики). Причем при фактическом отсутствии валютного контроля. Закон РФ о валютном контроле и регулировании был принят только в октябре 1992 г.

Число коммерческих банков, появившихся тоже в годы перестройки, одно время превышало 3 тысячи, но эффективной банковской системы, ориентированной на кредитование реального сектора, не создали. Фактически многие банки были финансовыми компаниями крупных корпораций. Другие принадлежали территориальным органам управления. В учредителях многих банков прямо или косвенно состояли и некоторые федеральные ведомства. Часть коммерческих банков была связана с криминалитетом. Разгребать эти «авгиевы конюшни» ЦБ РФ вынужден до сих пор.

Неэффективность банковской системы удорожает кредит для бизнеса и населения, что также несет в себе инфляционную составляющую. Коммерческие банки привыкли работать на «дешевых» внешних ресурсах, но реальный сектор от этого не имел никаких выгод. Маржа коммерческих банков между привлекаемыми и предоставляемыми в кредит средствами в разы превышает соответствующий показатель в развитых и многих развивающихся государствах. Банковские расчеты обходятся и предприятиям, и населению дороже, чем в большинстве стран.

Основными получателями льготных кредитов и в 1990-е, и в 2000-е годы были предприятия топливно-энергетического комплекса, прежде всего госкомпаний.

Налоговые льготы предоставлялись по крупным проектам по экспорту энергоресурсов (пример: «Голубой поток»). И продолжают предоставляться, например, госкомпаниям при работе на Арктическом шельфе.

В противовес топливно-энергетическому комплексу сельское хозяйство, несмотря на громкие декларации, не являлось и не является приоритетом экономической политики. Доля поддержки сельского хозяйства в бюджете, составлявшая в 1990 г. 14%, снизилась до 1,2%.⁶⁵² Валовая продукция сельского хозяйства едва ли достигла уровня 1990 г., причем в животноводстве упала на 1/3, в том числе по крупному рогатому скоту – наполовину. Во многом поэтому Россия и стала экспортером зерна (упали потребности в кормах). Существенную роль в экспорте зерна играют международные корпорации. Компании, занятые в оптовой торговле зерном, сахаром, подсолнечником, розничные торговые сети процветают при продолжающейся деградации села, по крайней мере, в средней полосе России. Соотношение между закупочными и розничными ценами в России намного больше, чем в среднем в мире, поскольку между производителем и конечным потребителем существует больше посредников, а каждый из них накручивает цены. Схожая ситуация в сбытовой цепочке по рыбе и рыбопродуктам, где розничные цены в 3-3,5 раза выше оптовых. Резко упал промышленный вылов рыбы на внутренних водоемах из-за остановки работы консервных заводов, отсутствия средств хранения и доставки. Все это напрямую отражается на продовольственной инфляции.

Отношение государства к сельскому хозяйству наглядно проявилось при переговорах о присоединении России к ВТО. Интересы аграриев были фактически сданы. Под давлением лоббистов российских банков и страховых компаний их защита от международной конкуренции была обменена на плохие условия вступления в ВТО для российских аграриев. Речь идет, прежде всего, о согласованных связанных тарифах, недостаточных для защиты ряда потенциально перспективных отраслей, в частности животноводства.

Малый и средний бизнес (особенно в сфере производства), работающий в условиях острой конкуренции и имеющий гораздо меньшие, по сравнению с крупными компаниями, возможности произвольно завышать цены, до сих пор не получил развития. По данным Мирового Банка, доля малого и среднего бизнеса в российской экономике – 20%. Для сравнения: в США – 50%, ЕС – 50-70%, Японии – 55%, Китае – 60%. Принятые правила гарантированного допуска малых предприятий к государственным закупкам и закупкам госкорпораций фактически не работают из-за существующих бюрократических правил.

Существенная часть бизнеса находится в тени. Точных масштабов теневого оборота никто не знает. В 2011 г. Росстат оценивал теневую экономику в 16% ВВП и 13 млн. человек или 17-18% экономически активного населения, включая теневые операции легальных компаний.⁶⁵³ В 2016 г. вице-премьер О. Голодец озвучила число занятых в теневой (ненаблюдаемой) экономике – 22 млн. чел. По идее неформальный сектор должен был бы предоставлять услуги и производить товары по более дешевым ценам. Но значительная часть теневого бизнеса «крышется» криминалитетом, что ведет к накрутке цен, скорее всего опережающей инфляцию. Получается двойной ущерб – недополучение налогов в бюджет (косвенная инфляция), и прямой рост дороговизны.

Ошибки при принятии инвестиционных решений характерны для российского бизнеса, как частного, так и государственного. Даже в Москве можно видеть годами замороженные стройки. Есть много примеров инвестиционных ошибок не только в строительстве. Два наиболее характерных. «РусГидро» в конце 2000-х годов

⁶⁵² Буздалов И. Современная стратегия аграрной политики в контексте «особого российского пути» // Мир перемен. 2016. №1, С. 41.

⁶⁵³ Деловая электронная газета Татарстана. 16 апреля 2011.

построил на базе передовых технологий приливную электростанцию в устье р. Мезень (Архангельская область), но сбыта для электроэнергетики не оказалось. В 2012 г. группа «ИСТ» ввела в эксплуатацию большой вагоностроительный завод в Тихвине, и выпуск вагонов в целом по стране достиг исторического максимума – без малого 72 тыс.⁶⁵⁴ Но с тех пор производство вагонов в стране только падало. Основная причина в том, что прежний дефицит сменился избытком вагонов на путях (1,2 млн. грузовых вагонов – крупнейший парк в мире). Частично это произошло за счет импорта. Частично – за счет высокой доли (25%) старых вагонов (одной из причин падения скорости доставки грузов). Механизма списания парка старых вагонов нет. То есть дело не столько в отсутствии дешевых кредитов (они, может быть, привели бы к еще большему профициту вагонов), сколько в неправильных управленческих и технологических решениях. И чем больше будет в стране «дешевых» денег («финансового форсажа»), тем больше будет подобного рода просчетов и меньше ответственности при принятии инвестиционных решений. Впустую потраченные деньги – это и есть инфляция.

Тем не менее даже в таких условиях формировались бизнес-структуры, способные эффективно работать в условиях рыночной конкуренции на долгосрочную перспективу, вкладывать в основной капитал собственные средства. Были модернизированы за счет новых собственников и на основе импорта новейшего оборудования ряд промежуточных отраслей промышленности – черная и цветная металлургия, цементная, строительная.

Даже в кризис продолжают строиться новые малые и средние предприятия, большинство без государственных субсидий. Риски оценивает не государство, а собственники. В 2015 г. в России открыто полторы сотни новых производств. Только в июне 2015 г., по данным сервиса Яндекс-Новости, создано 4000-6000 новых рабочих мест. Обнадеживает география запуска новых предприятий. Лишь одно – асфальтовый завод – открылся в Москве, остальные в регионах – от Центра до Урала, Сибири и Камчатки. Их отраслевая принадлежность достаточно диверсифицирована. При преобладании заводов по производству стройматериалов новые предприятия появились в химической, пищевой промышленности, в фармацевтике, машиностроении (завод точного машиностроения в Угличе, предприятия по выпуску автокомпонентов в нескольких провинциальных городах с участием иностранного капитала).

В 2016 г. тенденция запуска новых производств сохранилась. Что важно: несмотря на санкции, активизировались иностранные инвесторы. Больше всего компаний из Германии, Китая и Франции. Продолжают инвестировать американские, южнокорейские, японские фирмы. Естественно, их привлекают регионы с нормальным инвестиционным климатом, где действуют понятные для инвесторов правила. Если исключить топливно-энергетический комплекс, то, как и до кризиса, впереди Калужская область. 1 июня 2016 г. губернатор области подписал в Мюнхене соглашение о создании предприятия по производству древесноволокнистых плит на общую сумму 600 млн. евро. По числу новых проектов с иностранным участием 2016 г. оказался рекордным в текущем десятилетии.

Конечно, это не гигантские предприятия, и этого может быть недостаточно для того, чтобы Росстат смог показать высокие темпы роста. Но все это производства с востребованной рынком продукцией, нужные территориям. Есть надежда, что они будут эффективными и не будут содержать в себе инфляционную составляющую. Что неизбежно произойдет, если мы перейдем, как советуют некоторые, к форсированию инвестиционного процесса, к финансовому «форсажу» за счет государственных капиталовложений и накачки экономики деньгами, даже если эти деньги будут «мечеными».

⁶⁵⁴ Кудияров С. Урок рыночной экономики // Эксперт. 2015. №24.

В целом уже через 1,5 года после введения санкций и падения цен на нефть российский бизнес показал способность адаптироваться к новым условиям:

- произведена чистка управленческих кадров: «РусГидро» уменьшил центральный аппарат на одну треть (по дочерним компаниям сокращено 1,1 тыс. рабочих мест), «РЖД» уменьшили штат на 6%, «АвтоВАЗ» уволил 6,4 тыс. работников. «Сбербанк» за первое полугодие 2015 г. сократился на 5 тыс. чел., «Группа ВТБ» – на 3,6 тыс. чел.⁶⁵⁵;
- сокращены дополнительные выплаты (премии и бонусы);
- переведены в режим ожидания многие сомнительные проекты;
- ускорилась распродажа непрофильных активов;
- бизнес согласился на некоторое ухудшение условий продаж (снижение цен, скидки за объем, отсрочка платежей).

Все это сыграло немалую роль в сокращении инфляции. Но долгое время так продолжаться не может.

Российскому бизнесу требуется кардинальная трансформация:

- переориентация с краткосрочной на долгосрочную доходность,
- более интенсивный поиск новых ниш для сбыта, прежде всего в российских регионах,
- расширение линейки за счет импортозамещаемых продуктов,
- ресурсосбережение,
- более широкое использование долгосрочных контрактов с поставщиками энергоресурсов, транспортных услуг и др.

Без этого не добиться долговременного снижения инфляции издержек.

Чрезмерно высокая зависимость от внешних рынков. Активное участие в международном разделении труда – необходимое условие для развития любой экономики (для российской, из-за нашего отставания, особенно). Однако алгоритм экономического развития, заданный в 1990-е годы и который упрощенно можно сформулировать «все, что нужно, купим за нефть», создал критический уровень зависимости от внешних рынков и, что еще хуже, привел к утрате компетенций в целом ряде секторов.

Мы экспортируем свыше 40% добываемой нефти, а если считать с нефтепродуктами, то свыше 70% (!). Экспортная квота добычи газа порядка 30% (без учета газа, потраченного на экспортируемые продукты газохимии). И это притом, что значительная часть территории не газифицирована. На экспорт ориентировано производство калийных и азотных удобрений, черная и цветная металлургия, лесопромышленный комплекс. Потребление продукции этих отраслей внутри страны недостаточно. Например, удобрений на гектар пашни мы используем в разы меньше, чем в Европе.

Соответственно доля импорта в потреблении превышает 40%. Импортные поставки по объему превышают межрегиональные. Доля закупаемого за рубежом оборудования и технологий в металлургии – 75%, топливно-энергетическом и лесопромышленном комплексах – 70%. Сельское хозяйство почти полностью зависит от импортных поставок семян, пестицидов, средств ветеринарии, оборудования для птицефабрик и животноводческих комплексов и пр. Легкая промышленность зависит не только от импорта оборудования, но и сырья. Больше 70% лекарств, 40% продовольствия, большая часть промышленных потребительских товаров закупается за рубежом.

Отношение чистого экспорта (актив торгового баланса) к ВВП у России, как правило, выше, чем даже у Китая или Германии. Одно время оно достигало у нас 9%

⁶⁵⁵ Эксперт 2015. №43. С. 94.

ВВП. В Китае и Германии – 5-6%. Для сравнения: у США доля всего экспорта в ВВП практически вплоть до Второй мировой войны составляла порядка 5%.⁶⁵⁶

Такая ситуация напрямую сказывается на динамике и характере российской инфляции через 1) отвлечение ресурсов из экономики, 2) зависимость от мировых экспортных и импортных цен, 3) влияние курса рубля как на инфляцию спроса, так и на инфляцию издержек.

При такой зависимости от внешних рынков ограничиваются возможности ЦБ РФ в использовании курсовой политики. Курс рубля в силу неэффективности экономики не может не быть волатильным и должен быть заметно ниже паритета покупательной способности. Это характерно для всех развивающихся стран.

В наших условиях девальвация рубля резко увеличивает инфляцию издержек не только за счет удорожания импортного оборудования, комплектующих и материалов, но и за счет роста цен по внутренним поставкам наших экспортных отраслей. Так, цены на прокат черных металлов за 2014 г. выросли на 26-28%. Основной рост – курсовой – пришелся на октябрь-декабрь. Инерция роста цен сохранилась и в 2015 г., несмотря на некоторую стабилизацию курса рубля.

Может быть при «плавающем» курсе рубля для защиты роста цен на внутреннем рынке стоит расширить систему экспортных пошлин, распространить ее на все экспортные отрасли. Одновременно сделать ее более гибкой. Например, по некоторым отраслям предусмотреть нулевые пошлины и механизм их быстрого повышения при изменении внешней конъюнктуры.

В тучные 2000-е годы, чтобы не допустить повышения курса рубля в условиях масштабного притока нефтедолларов, ЦБ РФ был вынужден скупать валюту. С 2002 г. до середины 2014 г. реальный курс рубля повысился на 60%. (Для сравнения: реальный курс норвежской кроны за этот период остался неизменным.) Предпосылки для падения рубля появились раньше, чем произошла его фактическая девальвация в конце 2014 г. При этом влияние девальвации на экономику в нынешний кризис и в кризис 1998 г. было различным во многом потому, что в конце 1990-х годов зависимость от импорта была ниже, чем сейчас, а влияние девальвации рубля на инфляцию издержек было меньше.

Рост импортной зависимости имел объективные причины. Импортные поставки зачастую обходились покупателям в среднем дешевле, чем отечественные.⁶⁵⁷ Поэтому снижение зависимости от импорта (импортозамещение) – сложный и длительный процесс, который будет неизбежно связан с инфляционным давлением, по крайней мере, в течение какого-то периода времени.

Антиинфляционная политика государства

С переходом на таргетирование инфляции (ТИ) дефляционная политика стала основным пунктом в повестке дня экономических дискуссий в стране на всех уровнях, вплоть до президентского, отодвинув на второй план застарелые структурные проблемы экономики. Явно организованной травле подвергается ЦБ РФ как чуть ли не главный виновник плохой экономической ситуации в стране. Гораздо меньше критикуют Минфин и политику сдерживания доходов. Но факты говорят о том, что как раз ЦБ РФ в непростых условиях проводит, по сравнению с другими экономическими ведомствами, наиболее рациональную политику и пока не поддается оказываемому на него давлению.

Денежно-кредитная политика. Основные направления критики ЦБ РФ:

⁶⁵⁶ См.: Мировая экономика. Глобальные тенденции за 100 лет / Под ред. И.С. Королева. – М.: Юристъ, 2003. Таблица IY.27. С. 602.

⁶⁵⁷ Правда, не всегда. Предпочтение импорту нередко отдавались из-за возможности получить «откаты» (комиссию) на зарубежные счета.

- ✓ падение курса рубля и усиление его волатильности после перехода к режиму свободного плавания;
- ✓ рост цен из-за девальвации рубля;
- ✓ нежелание ЦБ РФ в условиях сохранения инфляционных рисков снижать ставку рефинансирования и увеличивать предложение денег в экономике (при этом ссылаются на отсутствие зависимости между ростом денежной массы и инфляцией).⁶⁵⁸

Такая критика безосновательна. Как раз наоборот, ЦБ РФ смягчил шок от почти трехкратного падения цен на нефть и санкций, закрытия доступа отечественных банков к международным финансовым рынкам (основному источнику ресурсов до санкций).

Действительно прямой связи между ростом денежной массы и инфляцией в России нет. Основной фактор инфляции, который можно количественно оценить, это девальвационные ожидания. Рост денежной массы в период повышения нефтяных цен в 2000 г. сопровождался ростом реального курса рубля. ЦБ РФ вынужден был скупать доллары, чтобы поддержать конкурентоспособность экономики. В этот период надо было скорее ожидать не девальвации, а наоборот, ревальвации рубля. С конца 2014 г. ситуация повернулась на 180°. Если бы не жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ, в том числе и чистка банковской системы, то курс рубля упал бы еще сильнее. Соответственно и больше выросли бы цены.

Центральный банк критикуют за якобы высокую ставку рефинансирования. Но, во-первых, эта ставка соответствует инфляции, а во-вторых, определяет и размер процента по вкладам населения. Рублевые сбережения домашних хозяйств (с учетом хранящихся дома наличных рублей) – не менее 17 трлн., почти половина денежной массы и четверть ВВП страны. Это основной ресурс для банковского кредитования. Но одновременно и потенциальная угроза ухода в валюту, если процент по вкладам не будет привлекательным. Ставка по депозитам не должна быть ниже инфляции, точнее инфляционных ожиданий на период действия депозита. Конечно, получать кредиты за счет населения – заманчиво, но вряд ли экономически оправданно в долгосрочной перспективе. Во многих странах ставка по депозитам населения регулируется государством. Это происходит и в Китае, и во Франции. Так, во Франции ставка по наиболее популярным необлагаемым налогом депозитам («Livret A») устанавливается премьером и управляющим Банка Франции всегда на уровне выше инфляции.

Промежуточные итоги политики ЦБ на июнь 2017 г.:

- ✓ удалось не только сохранить, но и увеличить золотовалютные резервы;
- ✓ снизилась годовая инфляция (практически в 3 раза);
- ✓ началось постепенное снижение ставки рефинансирования ЦБ (с 11% в период кризиса до 9% в июне 2017 г. и 7,75% в конце 2017 г.);
- ✓ уменьшился отток капитала;
- ✓ улучшилась перспектива экономической ситуации (с конца 2016 г. начался экономический рост, правда, ниже среднемирового).

Даже текущая волатильность курса рубля, в которой обвиняют ЦБ РФ, имеет положительные стороны – дестимулирует хранение денег в валюте.

В целом, политика ЦБ РФ позволила смягчить потери от кризиса и для населения, и для бизнеса. Переход к плавающему валютному курсу был вынужденным ответом на кризис. Как этот режим будет функционировать, когда мировые цены на нефть пойдут вверх, еще не ясно. То же можно сказать о перспективах таргетирования инфляции. В прошлые годы достичь целевых показателей по ТИ не удавалось. Но в антиинфляционной политике не все зависит

⁶⁵⁸ Например, см.: Ершов М.В. Рецепты Кейнса, Гэлбрейта и Фридмана в нашу жизнь! // Эксперт. 2015. №44. С. 28.

от центрального банка. Инфляция в 2016 г. снижалась в условиях экономической стагнации. Когда начнется экономический рост, цены могут начать расти. Снижение инфляции в 2017 г. во многом определялось крепким рублем и низкими девальвационными ожиданиями (а это один из главных факторов инфляции). Падение курса рубля (что не исключено) может усилить инфляционное давление.

Также нужно учитывать слабость нашего банковского сектора. Его совокупные активы меньше активов любого из 10 ведущих банков мира. Есть текущие сложности. В дополнение к официальной просроченной задолженности по выданным кредитам (3 трлн. руб.) объем скрытых плохих кредитов на балансах российских банков может достигать 2,4 трлн. руб.⁶⁵⁹ Вызывает опасения высокая стоимость чистки сектора: кредиты ЦБ РФ Агентству страхования вкладов достигли 1 трлн. руб. Сейчас видно, что введенный много лет назад механизм страхования вкладов, куда допущены заведомо сомнительные банки, был ошибочный (хорошие банки платят за плохие). Этот механизм критиковался и раньше. Но останавливать чистку сектора, наверное, нельзя.

ЦБ РФ в своей политике использует те же инструменты, что и другие центральные банки. Сейчас все больше говорят (в основном экономисты нелиберального направления), что применяемые за рубежом денежно-кредитные инструменты нам не подходят, у нас другая экономика. И это чистая правда. Экономика у нас другая. Но дело в том, что единого подхода к противодействию инфляции, когда она была высокой, ни в США, ни в Европе не было. В какие-то периоды использовались монетаристские либеральные и неолиберальные методы, в другие – прямо противоположные неокейнсианские,⁶⁶⁰ в том числе по поддержанию так называемого паритета цен, то есть рентабельности производства в сельском хозяйстве. Но результат давала только системная антиинфляционная политика, реальная оценка конкретной ситуации. У отечественных критиков политики ЦБ РФ нет системного подхода.⁶⁶¹ Например, многими из них предлагается зафиксировать валютный курс рубля. Но тогда надо отменять его обратимость не только по движению капиталов, но и по текущим счетам. Вот это будет уже не кризис, а крах российской экономики.

Мы ввели внутреннюю обратимость рубля и либерализовали движение капиталов без необходимой подготовки.⁶⁶² Но экономика (и бизнес, и домашние хозяйства) в целом приспособилась к полной обратимости рубля, понеся при этом существенные издержки, но и получив определенные преимущества. Движение назад было бы ошибкой в квадрате.

Что касается инфляционного таргетирования, то, во-первых, в противодействии инфляции, как и во всем, нужна мера, реальная постановка задачи. Слишком амбициозные, невыполнимые цели по снижению инфляции, естественно, могут нанести ущерб экономике. Во-вторых, антиинфляционная политика осуществляется в условиях, во многом создаваемых политикой Минфина.

Бюджет. Ситуация с бюджетом сверхсложная. Бюджетный кризис в регионах. Падение доходов федерального бюджета от снижения нефтяных цен, таможенных платежей по импорту и сокращения налоговой базы. Высокие социальные

⁶⁵⁹ Орлова Н. Инфляционное таргетирование в России: контекст имеет значение // Агентство экономической информации «Прайм». 16.05.2016.

⁶⁶⁰ Никитин С., Степанова М. Инфляционная и антиинфляционная политика: зарубежный опыт // Мировая экономика и международные отношения. 2008. №4. С. 16-20.

⁶⁶¹ См. подробнее: Тулин Д.В. В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию (Обзор полемики вокруг Банка России) // Деньги и кредит. 2014. №12. С. 6-16.

⁶⁶² В забытой уже Программе «500 дней» предусматривалось временное сохранение монополии внешней торговли на стратегические товары экспорта и импорта с тем, чтобы более безболезненно провести внутренние реформы, предусматривалась поэтапная конвертируемость рубля.

обязательства государства. Дополнительные расходы (Крым, Донбасс). Вероятность увеличения военных расходов.

Бюджетная политика во многом формирует макроэкономическую ситуацию, в которой действует ЦБ РФ. Высока степень неопределенности в отношении допустимых размеров дефицита бюджета и способов его финансирования. Расходуя Резервный фонд, Минфин стал фактически источником эмиссии в 2016 г. В условиях экономической стагнации и низкого спроса на кредиты для нефинансового сектора это ведет к профициту банковской ликвидности и возвращению «ненужных» денег в ЦБ РФ. То есть мы видим определенную аналогию с количественным смягчением в США, но, конечно, в гораздо меньших масштабах.

Политике ТИ больше соответствовало бы не обналичивание Резервного фонда, а переход к неинфляционному заимствованию на внутреннем рынке с ориентацией на привлечение сбережений населения. Процент по таким облигациям государственных займов, естественно, должен быть выгоден для населения, и его доступ к их покупке должен быть максимально обеспечен. Как известно, Минфин в 2017 г. приступил к выпуску таких займов. Но их условия, в частности, по срокам, можно было сделать более гибкими. Конечно, пойти на увеличение внутреннего долга осложнит работу Минфина. Ведомство, естественно, против этого.

При сохранении умеренно жесткой денежно-кредитной политики можно было бы пойти на смягчение бюджетной политики и уменьшить налоговую нагрузку на бизнес. Сейчас с учетом «параллельной налоговой системы» (публичные фискальные сборы, формально не считающиеся налогами) фактическая нагрузка на бизнес выше, чем в ведущих странах мира. По подсчетам Я.М. Миркина, этот показатель в России составляет 43%, в ведущих странах мира – 36%. С учетом разницы в эффективности налоговая нагрузка на российский бизнес должна быть ниже, чем в среднем по миру. Дополнительные источники доходов есть.⁶⁶³ Но их явно не хватит, для того чтобы дефицит бюджета был даже в пределах 3% ВВП.

Возникает вопрос, а почему надо устанавливать предел дефицита бюджета в 3%. Трехпроцентный дефицит бюджета, принятый консенсусом в ЕС в Маастрихтских соглашениях, – это как бы компенсация за отсутствие единой бюджетной политики ЕС. Примеров большей дефицитности бюджетов немало. Например, у Саудовской Аравии после падения цен на нефть дефицит бюджета достиг 20% (100 млрд. долл.).

Увеличение бюджетного дефицита, конечно, создаст дополнительные инфляционные риски. Но снижение налоговой нагрузки для бизнеса 1) повысит стимулы для инвестиций в основной капитал, то есть увеличит неинфляционный инвестиционный спрос на деньги, 2) уменьшит издержки бизнеса (дефляционный эффект), 3) повысит собираемость налогов.

Естественно, такой нетрадиционный налоговый маневр надо просчитывать, но целесообразность, а главное, реалистичность жесткой бюджетной политики в условиях сохранения внешних ограничений вызывает сомнения.

Минфин заинтересован в инфляции, чтобы сверстать бюджет даже с нулевым сальдо, не сокращая расходы в обесценивающихся рублях. Вряд ли у нашего фискального ведомства хватит решительности пойти на радикальный налоговый маневр, предложить существенное сокращение налогов для бизнеса и временно пойти на увеличение дефицита бюджета.

Конечно, это повысит инфляционные риски, но сокращение налогов позволит повысить конкурентоспособный спрос на деньги, а в перспективе расширить налоговую базу. Снижение налогов заведомо лучше, чем дотации бизнесу посредством льготного кредитования. Выгоду от снижения налогов получают только работающие предприятия, а при выборе объектов господдержки за счет бюджета

⁶⁶³ См.: Аганбегян А.Г. Как оздоровить российский бюджет // Экономическая политика. 2015. №4. С. 7-19.

высок риск дорогостоящих ошибок, лоббирования корпоративных интересов. Соответствующих специалистов в области проектного финансирования практически нет ни в Минфине, ни в Минэкономразвития.

Минфин идет по традиционному пути фактического увеличения налогов для бизнеса и ограничения доходов населения.

Политика сдерживания доходов. Это наиболее спорное направление сегодняшней дефляционной политики, катализатором которой выступает Минфин. Сдерживание роста зарплат, отказ от индексации пенсий работающим пенсионерам дополнительно понижают платежеспособный спрос, который уже понижен за счет девальвации рубля. По оценкам «ФинЭкспертизы», за год с начала введения санкций темпы инфляции в России в 4 раза превысили средний рост заработных плат. В Москве инфляция опережала рост зарплат в 6,2 раза. В некоторых регионах разрыв был значительно больше. В Башкирии, например, рост зарплат составил 0,22%, а цен – 16,29% (опережение в 73 раза). В 6 регионах России при инфляции от 17% до 19% уровень зарплат снизился: Амурская обл., Краснодарский край, Республика Дагестан, Тверская обл., Волгоградская обл., Курганская область. Единственный регион, где зарплата обогнала инфляцию, был Сахалин – за счет высокой активности в нефтегазовом секторе.

В 2016 г., по данным Росстата, реальные располагаемые доходы населения снизились на 5,9%. В 2017 г., несмотря на замедление инфляции, падение реальных доходов населения продолжалось⁶⁶⁴, хотя и меньшими темпами.

В результате потребительские расходы сокращаются. По данным ВЦИОМ, 62% населения экономят на продуктах питания. У Фонда «Общественное мнение» (ФОМ) схожие данные – 46% россиян сокращают траты на еду (мясо, сыр, колбасу, рыбу). Согласно опросу «Sberbank CIB», 36% сократило вообще все расходы.⁶⁶⁵

Политика сдерживания доходов, широко применявшаяся в прошлом во многих развитых странах, не учитывает российские реалии. По оценке Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, модальный (наиболее типичный) уровень доходов и заработной платы в реальном выражении из-за высокой дифференциации доходов ниже, чем в 1991 г. Показатель отношения МРОТ (в годовом исчислении) даже после его повышения в 2016 г. один из самых низких в мире. В отличие от большинства других стран в России 30% работающих получают менее 2/3 средней зарплаты по стране. Среди домохозяйств с доходами ниже прожиточного минимума 59% – домохозяйства с двумя и более работающими, а среди крайне бедных семей (с доходами ниже ½ прожиточного уровня) семьи с двумя и более работающими составляли более 50%.⁶⁶⁶ К этому нужно добавить низкий размер пособий на детей из малообеспеченных семей (в среднем, 150 руб.) и низкие стипендии в вузах и колледжах (техникумах). Увеличение доходов этой категории населения, может быть, для страны более приоритетная задача, чем ТИ.

Увеличить доходы малообеспеченных слоев населения важно не только с точки зрения социальной справедливости, но целесообразно экономически. Такое увеличение может не носить инфляционного характера. Растущие доходы не будут, скорее всего, тратиться на покупку валюты и импортных товаров, а пойдут, прежде всего, на закупку отечественного продовольствия, что будет работать на расширение сельскохозяйственного производства в стране и способствовать, при определенных условиях, снижению цен на продовольствие.

Широко распространенный тезис (лежащий в основе политики сдерживания доходов населения) об опережающем росте трудовых издержек по сравнению с

⁶⁶⁴ Исключение – январь 2017 г., когда были разовые выплаты пенсионерам.

⁶⁶⁵ Эксперт. 2015. №43, С. 25.

⁶⁶⁶ Перспективы развития экономики России: прогноз до 2030 года. Коллективная монография / под ред. акад. В. В. Ивантера, д.э.н. М.Ю. Ксенофонтова. – М.: Анкил, 2013.

ростом производительности труда, по мнению ряда заслуживающих доверия специалистов, по меньшей мере, спорен. Преобладающей в последние 15-20 лет была тенденция к снижению удельных трудовых издержек.⁶⁶⁷

Снижается покупательная способность пенсий. В феврале 2016 г. пенсии у неработающих пенсионеров индексировались на 4% при среднегодовой инфляции 15,5% в 2015 г. Если рост пенсий отстает от инфляции на 10%, то доходы примерно 1 млн. пенсионеров опустятся ниже прожиточного уровня. Обсуждается снижение и даже отмена пенсий работающим пенсионерам.

Все эти меры тормозят внутренний спрос, а, следовательно, и более быстрый переход к устойчивому росту.

Антиинфляционная политика и экономический рост. В идеале противоречий между антиинфляционной политикой и стимулированием экономического роста быть не должно. Такие противоречия возникают только тогда, когда политика ТИ ставит перед собой нереальные задачи. Или если пытаться искусственно форсировать рост неэффективной экономики, то есть впустую растрачивать инвестиционные ресурсы.

Инфляция и отсутствие качественного устойчивого роста по сути определяются одними и теми же фундаментальными причинами. Поэтому противопоставлять ТИ и задачу повышения темпов роста некорректно.

Абсолютно необходимое условие для снижения инфляции – дисциплина и в государственных, и в частных финансах. «Накачка» экономики деньгами, предоставление бизнесу дешевых кредитов (в итоге за счет населения) неминуемо создаст противоречия между экономическим ростом и борьбой с инфляцией.

Эффективная антиинфляционная политика не может не учитывать общехозяйственную ситуацию в стране. Сохраняет актуальность высказывание признанного специалиста по инфляции С.М. Никитина, сделанное еще в начале пореформенного периода: «В условиях нашей страны цель антиинфляционной политики не полное «замораживание» роста цен – это невозможно и вредно, а сохранить контроль над инфляцией, не допустить или ликвидировать ее опасный разгул. При этом в рамках антиинфляционной политики сегодня требуется многообразное сочетание экономических и административных мер в той же степени, в какой сочетаются эти элементы в хозяйственном организме страны, переживающей очень трудный период».⁶⁶⁸

Одновременно нельзя абсолютизировать темпы экономического роста. Форсированный рост, погоня за высокими темпами без решения базисных проблем могут иметь негативные последствия, особенно если риски за инвестиции берет на себя не бизнес, а государство. Во времена СССР мы допустили немало дорогостоящих ошибок в расходовании казенных денег (целина, мелиорация). Подобные ошибки были и в новейший период российской истории. Некачественный экономический рост, низкая эффективность капиталовложений только усугубят наши трудности, не повысят жизненный уровень. Возрастут и инфляционные риски.

Общая позиция и ЦБ РФ, и экономического блока Правительства сводится к следующему: снизим инфляцию, тогда понизится стоимость кредита для бизнеса, появятся «длинные» деньги для инвестиций, начнется устойчивый экономический рост. То есть инфляционное таргетирование проводится в целях такого роста.

В реальности взаимосвязи между инфляцией и ростом гораздо сложнее. Во-первых, понизится только номинальный процент по кредитам. ЦБ РФ сохранит реальную процентную ставку (разница между номинальной ставкой и инфляцией) выше равновесного уровня (2,5-3%). Поэтому реальный процент понизится только тогда, когда сузится маржа между привлекаемыми банками ресурсами и банковскими

⁶⁶⁷ См.: Капелюшников Р. Производительность и оплата труда: немного простой арифметики // Вопросы экономики. 2014. №3. С. 36-61.

⁶⁶⁸ Инфляция и хозяйственный механизм (80-е годы) / Под ред. С.М. Никитина. – М.: Наука, 1993. С. 295.

кредитами. Во-вторых, «длинные» деньги не появятся без развитого финансового рынка, а это не быстрая история. В-третьих, снижение инфляции автоматически не приведет к увеличению инвестиций. Здесь действует много факторов.

В 2000-е годы прямая связь между инфляцией и темпами экономического роста не прослеживается. Относительно высокие темпы роста в 2003 г. и 2004 г. (соответственно 7,3% и 7,2% – выше мировых показателей) были при двузначной инфляции. Более отчетливо видна связь между экономическим ростом и динамикой цены на нефть. Рост экономики был только при растущей цене на нефть. При высокой, но стабильной цене рост прекратился.

Но если ТИ – вполне рациональный элемент экономической политики (естественно, если ставятся реалистичные цели), то таргетирование экономического роста, в отличие от его прогнозирования, – нонсенс.

Считать, что темпы роста само собой разумеющийся приоритет – менталитет, идущий от советских времен, когда для руководства страны низкие темпы роста были политически неприемлемы. В начале 1960-х годов Н.С. Хрущев ничего не хотел слышать о так называемой «санитарной пятилетке» с нулевыми темпами роста для проведения структурных реформ, необходимость которых была уже тогда очевидна. А.И. Анчишкин в одной из последних Комплексных программ научно-технического прогресса, подготовкой которых он руководил, вышел на темпы роста 0,8% (начало 1980-х годов). Его заставили пересчитать на 4%. Результат завышенных для экономики темпов – растрата ресурсов, выпуск некачественных товаров, ухудшение эффективности экономики. Так называемое «ускорение» также сыграло свою роль в распаде СССР.

Никто не спорит, экономический рост необходим. Но для этого надо создавать условия. И коммерческие риски этого роста должен нести бизнес, а не государство и население. Что касается действий регуляторов, то чтобы избежать противоречий между антиинфляционной политикой и экономическим ростом, требуются определенные коррективы. Финансовым регуляторам (ЦБ РФ и Минфину), естественно, нужно учитывать хозяйственную ситуацию. ЦБ РФ при продолжении умеренно жесткой денежно-кредитной политики стоит продумать региональный механизм рефинансирования, стимулировать создание системы небольших местных банков, работающих в муниципалитетах и ориентированных на работу не на финансовых рынках, а с местным малым бизнесом (фермерами, предприятиями по переработке сельскохозяйственного сырья, местными промыслами), на участие в сбытовой и снабженческой кооперации и т.д.⁶⁶⁹ Возможно содействие таким банкам со стороны отделений «Почтового банка» и «Россельхозбанка». Но помощь бизнесу ЦБ РФ на себя брать нельзя. Деньги центрального банка – это в значительной части деньги населения. Поддержка бизнеса, прежде всего, в плане сокращения налоговой нагрузки, – прерогатива Минфина.

Чтобы сдержать инфляцию издержек, нужны совместные действия всех экономических регуляторов, включая антимонопольную службу, Минэнерго, Минсельхоз, Минтранс, Минстрой и др. Только в этом случае возможно проведение системной государственной антиинфляционной политики как составной части общеэкономической стратегии, ориентированной на повышение качества жизни и конкурентоспособности экономики.

⁶⁶⁹ Показателен опыт США. Мы обычно обращаем внимание на работу крупнейших американских финансовых институтов, но значительная часть реального сектора – сельское хозяйство, переработка сельскохозяйственного сырья, индивидуальное строительство в малых городах и сельской местности, локальная инфраструктура (в том числе гостиницы, рестораны, бензоколонки) и даже добыча шельфового газа – финансируется независимыми, так называемыми «муниципальными» банками. Их в США около 5 тыс. В свою очередь муниципальные банки имеют возможность перекредитовываться на приемлемых условиях в окружных банках ФРС, которые, кроме того, осуществляют мониторинг экономической динамики и занятости в их округе (обычно это 3-4 штата).

Заключение

Как показало наше исследование, инфляционные процессы в мире многообразны. Несмотря на существенный прогресс моделирования динамики цен в рамках различных теоретических подходов, который теперь позволяет в определенных условиях как прогнозировать движение цен, так и реализовывать адекватные меры по регулированию инфляции, в целом инфляционные процессы в экономике остаются не до конца изученными. Во-первых, инфляция часто имеет немонетарную природу, являясь отражением всего многообразия социально-экономических дисбалансов, существующих в той или иной стране. Во-вторых, инфляционные процессы приобретают новые, доселе неизвестные черты по мере усложнения организации современных обществ, интенсификации глобализации и продолжения научно-технического прогресса. Речь идет о сдвигах в отраслевой структуре экономики благодаря индустриализации, а затем переходу к постиндустриальной стадии; об изменении структуры потребительской корзины вследствие как экономического прогресса, так и демографических сдвигов, социальной модернизации; о «финансиализации» экономики, когда стоимость оторванных от реального сектора финансовых активов начинает в итоге воздействовать на уровень всех цен в экономике; об участившихся «внешних» шоках для национальных хозяйств, когда инфляция «импортируется» через различные виды трансграничных торгово-инвестиционных связей и многом другом.

Опыт стран, характеризующихся различным уровнем экономического развития и местом в международном разделении труда, показывает эффективность «индивидуальных», национальных стратегий регулирования инфляционных процессов. Для решения некоторых проблем, например, «скатывания» экономики в дефляцию, до сих пор не предложено универсальных рецептов. Это не означает, однако, что зарубежный опыт регулирования инфляции не важен для России. Напротив, в нашей стране надо намного активнее исследовать специфику воздействия государства на движение цен в разных социально-экономических и политических условиях, с тем чтобы отечественный инструментарий регулирования инфляционных процессов был более разнообразным, а не ограничивался узким набором шаблонных инструментов денежно-кредитной политики ведущих стран Запада.

Борьба с инфляцией (или дефляцией), какое бы важное значение ей не отводилось на том или ином этапе реализации государственной экономической политики, не должна пониматься лишь как элемент денежно-кредитной политики. Будучи отражением широкого комплекса социально-экономических дисбалансов, динамика цен должна получать и адекватное по масштабу регулирование со стороны государства. Иначе говоря, воздействие на инфляцию должно соотноситься с политикой, нацеленной на стимулирование экономического роста, общее повышение национальной конкурентоспособности, а также преодоление социальных и межрегиональных контрастов внутри страны.

Научное издание

Регулирование инфляции в условиях социально-экономических
дисбалансов

Ответственный редактор:

Кузнецов Алексей Владимирович

Коллективная монография

ISBN 978-5-9535-0522-2

Подписано в печать 29.12.2017.
Формат 60×84/8. Печать офсетная.
Объем 41 п.л., 28 а.л. Тираж 299 экз. Заказ № 40/2017

Издательство ИМЭМО РАН
Адрес: 117997, Москва, Профсоюзная ул., 23