

# ПОЛИТЭКОНОМИЯ

---

**Т.А.Кричевская**, канд. экон. наук  
Институт экономического прогнозирования

## ИНСТИТУТ ДОВЕРИЯ В МОНЕТАРНЫХ КООРДИНАТАХ

*Рассматривается институт доверия в монетарных координатах, в частности, вектор доверия к деньгам как активу, монетарные институты, в которые он разворачивается, их архитектура и динамика. Особое внимание уделяется исследованию генезиса и эффективности монетарных режимов.*

В последнее время неэффективность экономической политики и разного рода экономических взаимодействий все чаще пытаются объяснить недостатком доверия. Доверие в аналитических работах выступает тем негативным фактором, на действие которого можно списать экономические проблемы, которые не могут быть решены с помощью инструментов макроэкономического регулирования. В журнале "Foreign Policy: The Magazine of Global Politics, Economics, and Ideas" находим такое выражение: "Между экономистом, делающим вывод, что страна страдает от низкого доверия, и врачом, объясняющим, что болезнь возникла в результате действия неизвестного вируса, – различие невелико"<sup>1</sup>.

Проблема доверия – факторов, экономической роли и рычагов воздействия на него – активно дискутируется даже в экономически стабильных высокоразвитых странах. Скорее всего, интерес к этим проблемам исходит именно оттуда.

Многочисленные опросы, проведенные в этих странах, свидетельствуют о неуклонном падении доверия к общественным институтам. В США практика изучения степени доверия к институтам имеет длительную историю. В 1958 году 73% опрошенных американцев заявляли, что они доверяют федеральному правительству, к 1994 году это количество снизилось до 15%, а сегодня находится на уровне 20–25%. "Мировой опрос ценностей", который проводился в 1981, 1990 и 1995 годах в 14 западных странах, показал, что за этот период доверие к большинству общественных институтов во многих странах снизилось – наблюдался лишь рост доверия к прессе и крупным компаниям<sup>2</sup>. По результатам опроса, проведенного Национальным центром научных исследований (Париж) в 1990 году в 20 странах плюралистической демократии, парламенту и государственной администрации не доверяли или мало доверяли в Японии – соответственно 71% и 66%, Италии – 68% и 75%, Великобритании – 54% и 56%. На основании этих опросов был сделан вывод об эрозии доверия к основным институтам и организациям политического режима. Эрозия доверия характеризовалась такими признаками, как хронический характер, значительное географическое распространение, структурная рас-

---

<sup>1</sup> Naim M. Confidence Game // Foreign Policy The Magazine of Global Politics, Economics, and Ideas. – 2001. – May–June.

<sup>2</sup> Фукуяма Ф. Великий разрыв. – М., 2003. – С. 74, 83.

пространенность (касается большинства важных институтов); рациональная окраска (недоверие базируется не на идеологической, а на прагматической основе)<sup>3</sup>.

Если в развитых странах глубинные причины снижения доверия видят в росте индивидуализма в условиях постиндустриальной эпохи, то в переходных обществах проблеме порождает новизна рыночных отношений. В такой ситуации решающее значение приобретает решение проблемы доверия населения к жизненно важным переменам в сфере экономики, к проведению намеченного курса, механизму социально-экономических преобразований<sup>4</sup>.

В постсоветских странах проблема недоверия к государству является очевидной для самых широких масс населения – всех, кто пострадал от обесценения сбережений.

Учитывая особое значение доверия в переходной экономике, международный междисциплинарный институт Коллегиум Будапешт инициировал широкомасштабное исследование этой проблематики представителями разных дисциплин из 17 стран, среди которых такие известные экономисты, как Я.Корнаи, С.Роуз-Акерман, В.Радаев<sup>5</sup>. Экономические и социальные аспекты феномена доверия активно изучаются Институтом экономики Российской академии наук, Высшей школой экономики, результаты исследований публикуются на страницах передовых российских экономических изданий. Среди современных исследователей данной проблематики такие российские экономисты, как Б.Мильнер, В.Радаев, А.Олейник, А.Ляско и др.

В Украине оценка доверия к разного рода институтам проводится Институтом социологии НАН Украины и Центром Разумкова; Международный центр перспективных исследований рассчитывает индекс потребительских настроений. О распространении и углублении настроений недоверия к разным видам политических и экономических институтов свидетельствуют результаты социологических опросов, проведенных Институтом социологии НАН Украины: совсем не доверяют или преимущественно не доверяют Президенту 59,2%, Верховной Раде – 65,1%, правительству – 58,8%, а таким политически нейтральным институтам, как банки и страховые компании, – соответственно 62,1 и 68,4% респондентов<sup>6</sup>.

Устойчивая преференция недоверия над доверием, которая наблюдается сегодня в украинском обществе, обусловлена следующими факторами: потерей сбережений; убытками, связанными с девальвацией национальной валюты; задолженностью по заработной плате и пенсиям; приватизационными процессами, не всегда отвечающими принципам социальной справедливости; потерей работы по специальности и вкусу; разрушением прежней социальной системы и культивированной ею иерархии ценностей; противоречивым, затяжным характером общественных трансформаций; временностью, моментностью большинства политических персонажей, чью мотивацию об-

<sup>3</sup> *Доган М.* Эрозия доверия в развитых демократиях // *Мировая экономика и международные отношения.* – 1999. – № 5. – С. 86, 87.

<sup>4</sup> *Мильнер Б.* Фактор доверия при проведении экономических реформ // *Вопросы экономики.* – 1998. – № 4. – С. 28.

<sup>5</sup> [www.colbud.hu/honesty-trust](http://www.colbud.hu/honesty-trust)

<sup>6</sup> *Українське суспільство від виборів до виборів. Соціологічний моніторинг 1994, 1998, 2002 рр. // Україна 2002. Моніторинг соціальних змін.* – К., 2002. – С. 581–585.

щественное мнение оценивает как желание "урвать" побольше от "бюджетного пирога"<sup>7</sup>.

Проблематику веры и доверия изучают философия, психология, социология, политология, а с возникновением теории рациональных ожиданий – и экономическая наука. Доверие объединяет в себе как рациональный, так и иррациональный компоненты, поэтому рассмотрение его только с экономической точки зрения не может дать целостной картины соответствующего круга экономических проблем. Так что, посмотрим на него глазами экономиста, но с учетом иррациональности. Сначала рассмотрим грани доверия как категории, выделим среди них доверие как институт (а это дает надежду на его достраивание) и, наконец, остановимся на доверии в его наиболее концентрированном виде, абстрактной форме – деньгах, ведь именно в монетарной сфере проблема доверия является наиболее острой, открытой и пригодной для изучения. Отметим, что в отечественной экономической науке проблема доверия активнее всего дискутируется в контексте доверия к банкам. Среди подобных исследований – работы А.Гриценко, М.Савлука, О.Яременко, А.Барановского и др. В этой статье мы сосредоточимся на ином векторе доверия к банковской системе – доверии к деньгам как активу. Нарботки в этом направлении могут стать основанием для соответствующих программ действий и в других экономических сферах.

Этимология слова "доверие" обнаруживает его связь с таким понятием, как "вера", а приставка "до" (от греческого *δε* или латинского *do*) указывает на направление<sup>8</sup>. Словарь русского языка С.Ожегова дает следующие определения веры и доверия: "Вера – 1) убежденность, глубокая уверенность в ком-чем-либо; 2) убежденность в существовании высших сил, божества". "Доверие – уверенность в чьей-нибудь добросовестности, искренности, в правильности чего-нибудь"<sup>9</sup>. Исходя из этих определений, доверие можно рассматривать как некие ожидания, возникающие на основании веры. Подобным образом трактует категорию доверия и Фома Аквинский в "Сумме теологии" (вторая часть, вопрос 129): "Доверие относится к вере, поскольку представляет собой убеждение в существовании чего-то и кого-то. Но доверие относится и к надежде. Доверие свидетельствует, прежде всего, о том, что человек обретает надежду, веря словам того, кто обещает ему помочь"<sup>10</sup>.

Вера является глубинной общечеловеческой универсалией культуры, которая фиксирует комплексный феномен индивидуального и массового сознания; она включает такие аспекты, как гносеологический (принятие в качестве истины тезиса, не доказанного с достоверностью или принципиально не доказываемого), психологический (осознание и переживание содержания данного тезиса как ценности) и религиозный (при отнесении содержания объекта веры к сфере сверхъестественного). Вера всегда связана с предметом, смыслово им определяется и в связи с этим безгранично разнообразна в своих проявлениях. Если, например, предметом веры выступают явления, которые человек не может или не хочет постичь разумом, он отказывается в той или иной форме от познания, включая механизмы вытеснения, замещения или

<sup>7</sup> *Мартинюк І.* Співвідношення довіри й недовіри в українському суспільстві з точки зору реалій сьогодення // Україна 2002. Моніторинг соціальних змін. – С. 499, 501.

<sup>8</sup> *Етимологічний словник української мови: У 7-и т. – Т.2. – К., 1985. – С. 96.*

<sup>9</sup> *Ожегов С.И.* Словарь русского языка. – М., 1990. – С. 78, 173.

<sup>10</sup> *Catholic encyclopedia* // <http://www.newadvent.org/cathen>

рационализации, либо упрощает или редуцирует объект, отдавая предпочтение иррациональной вере без всяких доказательств. Таким образом, вера может быть просто случайным мнением, когда человек по каким-то причинам отказывается от интеллектуальных усилий. В этом случае вера – самая низкая ступень знания. Вера также может быть самой высокой ступенью знания, превышающей всякое рациональное познание (религиозная вера). В английском языке наиболее четко различается теоретическая вера в то, что что-то существует (belief), и религиозная вера (faith).

В этическом смысле вера означает то же, что способность доверять, своего рода моральную силу, предполагающую душевную стойкость. Оправданием этой веры является только ощущение моральной ценности другой личности. Вера – всегда риск, ведь ощущение может быть ошибочным. Она по своей сути всегда слепа, поскольку вера, имеющая надежное основание и объективную гарантию, – не настоящая, в ней отсутствует решающий момент риска собственной личностью. Кто знает, тот не может верить. Слепая вера (или слепое доверие) есть своего рода высшим испытанием моральной силы, критерием единства во всех наиболее глубоких отношениях человека к человеку<sup>11</sup>.

Социологи рассматривают доверие как ключевой побочный продукт социальных норм сотрудничества, образующих социальный капитал, как его мерилло. Ф.Фукуяма в книге "Доверие" доказывает невозможность объяснения феноменов доверия и социального капитала, ссылаясь только на человеческую природу, поскольку это не объясняет, почему разные общества имеют разные радиусы доверия. Он строит объяснения, опираясь на культурные отличия и религиозное наследие общества<sup>12</sup>.

Таким образом, социологи рассматривают нормы, и в том числе доверие, как экзогенные. Сами нормы, с их точки зрения, являются производными от характеристик общества и подчинены задаче его воспроизводства. Они выделяют так называемую онтологическую уверенность – ощущение эмоциональной и интеллектуальной уверенности, возникающее в результате эффективности воспитания индивида, особенно на стадии ранних семейных отношений. Ното sociologicus полностью определяется нормативной структурой общества.

Экономисты же со времен классической политической экономии не могут согласиться с подобным пониманием норм, поскольку оно исключает свободу выбора. Ното oeconomicus свободен в своем выборе. Рациональное действие направлено на достижение результата. Действие, регулируемое социальными нормами, не нацелено на результат. Даже сложные нормы предусматривают, что индивид просто соблюдает их, однако рациональное поведение требует от индивида сложных расчетов в условиях неопределенности. Теория общественного выбора видит в нормах результат осознанного, рационального выбора людей. Она изучает, прежде всего, юридические нормы. Экономика соглашений видит в соблюдении норм предпосылку рационального поведения, несмотря на то, что нормы при этом считаются заданными извне, экзогенными. Экономика соглашений предлагает рассматривать нормы как предпосылку для взаимной интерпретации намерений и предпочтений участниками сделок на рынке. В таком контексте соблюдение нормы

<sup>11</sup> Краткая философская энциклопедия. – М., 1994. – С. 64.

<sup>12</sup> Фукуяма Ф. Доверие. Социальные добродетели и созидание благосостояния // Новая постиндустриальная волна на Западе. – М., 1999.

становится для индивида способом передачи контрагенту сигналов о своих намерениях и одновременно основой для понимания намерений других индивидов. Индивиды выполняют предписания нормы не потому, что она является абсолютным детерминантом их поведения, а с целью снижения неопределенности во взаимодействиях, а значит, достижения своих рационально поставленных целей<sup>13</sup>.

Доверие является одной из таких норм. Целерациональная деятельность экономического агента становится возможной, только если он способен формировать соответствующие действительности ожидания относительно поведения контрагентов и вообще предметов окружающего мира. Так, в условиях взаимозависимости целерациональное действие возможно только при наличии доверия как нормы, регулирующей отношения между индивидами. Таким образом, для экономистов (по определению Э.Остром) норма доверия состоит в "ожидании определенных действий окружающих, которые влияют на выбор индивида, когда индивид должен начать действовать до того, как станут известными действия окружающих"<sup>14</sup>.

При этом очень важно различать персонифицированное и деперсонифицированное доверие. Персонифицированное доверие может базироваться на наличии достаточной информации о личности благодаря родственным и дружеским связям, а также взаимной зависимости. Тотальная персонификация доверия была характерна для командно-административной экономики, она имеет место в условиях переходной экономики и, вообще, появляется там, где падает доверие к государственным институтам (например, в Южной Италии).

Замена деперсонифицированного доверия персонифицированным не является однозначно негативным явлением. Рынок тесно связан с отношениями взаимной зависимости и персонифицированного доверия – ими поддерживается стабильность рынка. В сущности, на рынке существует два сектора с разными задачами: 1) сектор продолженных транзакций – сектор отношений взаимной зависимости, вносящий в рынок стабильность, предсказуемость, и 2) сектор, связанный с массовыми, но мелкими транзакциями, поддерживающий эффективность рынка благодаря созданию конкурентной среды<sup>15</sup>. Таким образом, экономическая система стоит перед необходимостью построения достаточного уровня деперсонифицированного доверия.

По нашему мнению, проблематику деперсонифицированного доверия удобнее всего рассматривать через призму денежных отношений, в монетарных координатах.

Денежное хозяйство пронизывает все общество. Деньги – это институт, который возник и развивается для экономии издержек обмена. Если рассматривать выбор денежной субстанции с позиции теории игр, то выбор монетарного товара является чистой координационной игрой, то есть игрой, в которой нет конфликта интересов<sup>16</sup>. Пример такой воображаемой игры – имплицитное

<sup>13</sup> Олейник А. Институциональная экономика. Учебно-методическое пособие. Тема 2. Норма как базовый элемент институтов // Вопросы экономики. – 1999. – № 2. – С. 138.

<sup>14</sup> Цит. по: Олейник А. Институциональная экономика. Учебно-методическое пособие. Тема 4. Институт плана и институт рынка // Вопросы экономики. – 1999. – № 4. – С. 134.

<sup>15</sup> Кузьминов Я. Лекции по институционализму. Лекция 4. – С. 17–18 // [www.institutional.boom.ru](http://www.institutional.boom.ru)

<sup>16</sup> Richter R. Why Price Stability? An Answer from the Perspective of Modern Institutional Economics. – <http://ww16srv.wiwi.uni-sb.de/institut/whyprice.pdf>

решение вопроса, как нужно ехать – по правой или по левой стороне дороги на новом острове. Игроки выбирают какое-то решение, "фокальную точку". В равновесии чисто координационной игры ни у одного из игроков нет стимула отклоняться от своего плана действий, пока другие игроки этого не сделают. Аналогично монетарный товар выбирается обществом в чисто координационной игре без конфликта интересов и без общения. Дальнейшая эволюция денег в направлении снижения транзакционных издержек приводит к возникновению разменных на драгоценные металлы банкнот. Однако возникновение банкнот было не просто экономией издержек обмена. Оно стало продолжением развития специфического вида экономических и социальных отношений – кредита.

Категории кредита и доверия эквивалентны лингвистически и очень близки социологически. Слово "кредит" происходит от латинского "creditum" – долг, корень которого "credit" означает "он верит". Что касается социального содержания, то и проявление доверия, и предоставление займа свидетельствуют о социальном отчуждении и риске в отношении будущего – ключевых признаках веры, о которых мы говорили вначале.

На ранних этапах развития общества акты проявления доверия и предоставления займа были тесно связаны с религиозными ритуалами, а долговые обязательства оформлялись клятвой. Однако когда целостность общества возросла, а отношения между его структурными элементами заметно усложнились, законы постепенно взяли на себя кодификацию ограничений, которые оправдывают доверие и делают возможными займы, что раньше обеспечивалось божественной силой<sup>17</sup>.

Банкноты были воплощением акта кредитования – они свидетельствовали о долге банка перед их держателем и, соответственно, также требовали государственной кодификации ограничений.

С позиции теории игр банкноты уже не были фокальной точкой, а игра не была чисто координационной. Появлялся конфликт интересов – между эмитентом, который мог получить квазиренту от чрезмерной эмиссии, и держателем банкнот. Возникла проблема доверия, требовавшая соответствующей институциональной реакции. В конце XVIII – начале XIX веков было три альтернативных способа решения проблемы чрезмерного выпуска банкнот: 1) национализация выпуска банкнот; 2) усиление ответственности за выпуск неконвертируемых банкнот и 3) подчинение банков специальным правилам, вводимым и контролируемым государством<sup>18</sup>. Национализация банков в тот период была весьма непопулярной мерой. Наоборот, в Швеции, Дании и Германии была проведена денационализация государственных банков (соответственно в 1726 и 1818 годах, после объединения Германии), предоставлявших правительствам необеспеченные ссуды в крупных размерах. Идея национализации выпуска денег противоречила также господствующий тогда доктрине *laissez-faire*, и к тому же население хорошо помнило негативный опыт системы Джона Ло в начале XVIII века и ассигнатов Французской революции. Второй метод – введение полной и дополнительной ответственности владельцев банков – был применен в США, но он не обеспечил сокращения

<sup>17</sup> Дюфло Р. Держава, банк і громадянин: довіра – ключовий чинник інвестування та зростання // Тенденції української економіки. – 1999. – № 9. – С. 52.

<sup>18</sup> Giannini G. Money, Trust, and Central Banking // Journal of Economics and Business. – 1995 – №47 – P. 219.

банковских кризисов. Таким образом, государства для предупреждения чрезмерной эмиссии пытались устанавливать некоторые пруденционные правила. Эта практика пошла от Банка Англии, где в период войн с Наполеоном было введено 5-процентное ограничение на дисконтирование краткосрочных векселей, а в 1844 году был принят Акт Роберта Пиля, по которому Банку Англии предоставлялось исключительное право на выпуск банкнот, превышение предельного размера которого допускалось при условии 100-процентного обеспечения звонкой монетой. Подобное произошло во Франции в 1848 году, в США – в 1860 годах, в Италии – в 1874-м, в Швеции – в 1897-м, в России в 1895–1897 годах, во время денежной реформы С.Витте.

Институциональной реакцией на появление денег в виде банковских депозитов, которые по своей природе могут многократно расширяться, стало формирование систем кредитора последней надежды и банковского надзора.

Наконец, дальнейшее усложнение экономической системы, необходимость гибкого реагирования предложения денег на макроэкономическую конъюнктуру привели к окончательному падению института полноценных денег и появлению символических денег, которые были только символами стоимости; денег с очень изменчивой, негарантированной покупательной способностью. В этих условиях контракт, заключенный сегодня в денежных единицах, является таким же спекулятивным по своей природе, как и будущий контракт. Контракты, выраженные в денежных единицах, – это ни что иное, как подвид фьючерсных контрактов, они нематериальны независимо от того, в чем выражены денежные единицы – в каком-то количестве денежной субстанции или абстрактных единиц<sup>19</sup>. На чем же строится доверие к символическим деньгам? Г.Зиммель в известной работе "Философия денег" отмечал, что стоимость, какой люди наделяют деньги, в чем-то подобна религиозной вере. Как и любая другая вера, вера в стабильность покупательной силы денег, убежденность в стабильности денег имеет расплывчатую, иррациональную природу<sup>20</sup>. Она не является прямым продуктом права, хотя право может создать условия, благоприятные для эволюции определенных социальных обычаев.

То есть нужно создать такую культуру, как, скажем, культура стабильности в Германии. Как и любая другая, культура стабильности предполагает существование общих ценностей. Такой ценностью в Германии стала покупательная способность денежной единицы. Мы вернемся к рассмотрению опыта Германии чуть позже, а сейчас попытаемся подвести теоретическую основу под необходимость создания доверия к денежной единице. Общественность нужно убедить в необходимости ценовой стабильности, и эта задача усложняется тем, что такая стабильность достигается ценой определенных экономических потерь для общества, она имеет альтернативную стоимость, хотя и в краткосрочном периоде. Действительно, в краткосрочном периоде есть выбор между безработицей и инфляцией (так называемая кривая Филипса). Но, согласно теории рациональных ожиданий, стимулирующего эффекта может достичь только неожиданная монетарная экспансия. Тогда кривая Филипса предстает в модифицированном виде:

<sup>19</sup> *Richter R. Why Price Stability? An Answer from the Perspective of Modern Institutional Economics.*

<sup>20</sup> *Simmel G. Philosophy of Money, translation of Simmel (1900) by T. Bottomore and D. Fishby, London: Routledge&Regan Paul. – P. 178.*

$$y - y^* = \alpha(\pi - \pi^e), \quad (1)$$

где  $y^*$  – уровень производства при полной занятости;  $\pi$  – ожидаемый уровень инфляции;  $\alpha$  – положительный скаляр.

Производство может превысить естественный уровень ( $y > y^*$ ), когда будет иметь место неожиданная инфляция ( $\pi > \pi^e$ ). Если экономические агенты формируют свои ожидания рационально, то  $\pi = \pi^e$  и, таким образом, будет иметь место потенциальный уровень производства.

Если монетарная власть хочет достичь более высокого уровня производства и стабильности уровня цен, ее функцию полезности можно записать как:

$$U(y, \pi) = y - \beta\pi^2, \quad (2)$$

где  $\beta$  – положительный скаляр.

В этом случае задачей монетарной власти будет максимизация функции полезности (2) при ограничении, которое создает кривая Филипса (1).

Для достижения стимулирующего эффекта монетарная власть позиционирует собственный уровень инфляции уже после того, как в обществе сложились какие-то инфляционные ожидания. То есть, зная  $\pi^e$ , центральный банк выбирает такой уровень  $\pi$ , который бы максимизировал функцию полезности (2).

Чтобы определить соответствующий уровень инфляции, подставляем ограничение (1) в функцию (2):

$$U(\pi) = y^* + \alpha(\pi - \pi^e) - \beta\pi^2. \quad (3)$$

Необходимым условием максимизации функции является:

$$\frac{dU}{d\pi} = 0;$$

$$\text{отсюда } \alpha - 2\beta\pi = 0; \quad \pi = \frac{\alpha}{2\beta}. \quad (4)$$

Поскольку  $\alpha$  и  $\beta$  – положительные скаляры, оптимальный уровень инфляции будет положительным. Если же ожидания общества рациональны, оно будет знать и будет учитывать склонность монетарной власти к "обману", то есть к непоследовательной политике. Таким образом, будет выполняться равенство:

$$\pi^e = \pi = \frac{\alpha}{2\beta}. \quad (5)$$

Итак, желательный стимулирующий эффект достигнут не будет, и  $y$  будет равняться  $y^*$  – согласно (1). Эта так называемая теория временной непоследовательности сформулирована Ф.Кидлендом и Э.Прескоттом в 1977 году.

Возникает вопрос, можно ли повысить общую полезность монетарной политики в контексте данной модели? Ответ: да, можно. Учитывая, что в любом случае  $y$  будет равняться  $y^*$ , следует минимизировать уровень инфляции и сделать так, чтобы общество в это поверило. В этой модели оптимальным уровнем инфляции является  $\pi = 0$ . Таким образом, уровень инфляции и покупательная способность денежной единицы – это ни что иное, как определенный уровень доверия в обществе. Приведенная выше модель



представляет деньги как доверие к монетарной власти, но на самом деле покупательная способность денежной единицы – это также доверие экономических агентов в самом широком смысле этого слова, ведь в цены закладываются разного рода риски, неуверенность, недоверие. Итак, деньги – это абстрактная форма доверия, возникающая в современном обществе с отказом индивидов от традиционных социальных обязательств. Символические деньги не являются исключительно творением закона, как в "Государственной теории денег" И.Кнаппа (хотя, казалось бы, введение единой денежной единицы Европейского валютного союза – евро – непосредственно свидетельствует в пользу этого). Такие функции, как счетная единица и средство сбережения, деньги не смогут выполнять без доверия. Социологи относят символические деньги к так называемым "разлагающим механизмам" – абстрактным системам, распространяющим социальные отношения во времени и пространстве, но вместе с тем вызывающим ненадежность и обособленность от традиционных социальных связей<sup>21</sup>.

И все же, несмотря на то, что деньги – это доверие в широком смысле, проблему доверия к покупательной способности следует решать, прежде всего, в контексте доверия к государству. Монетарная власть сегодня имеет в своем арсенале достаточно инструментов, чтобы контролировать общий уровень цен, а ведь именно он, а не относительные цены, определяет покупательную силу денег.

Теперь, возвращаясь к нашей задаче – построению системы ценностей "культуры стабильности", можем сказать, что шагом к ней будет распространение соответствующих знаний об экономических процессах (например, таких, как теория временной непоследовательности), результатом которой станет осознание стабильности как блага; вторым же шагом должна стать организация взаимодействия между субъектами монетарной политики и обществом. Это обуславливает необходимость создания соответствующих институтов, в которые, собственно, и разворачивается институт доверия в монетарных координатах.

Исторически первый из них – *монетарный стандарт (monetary standard)* – это совокупность институтов и механизмов управления денежным предложением. Понятие монетарного стандарта стало употребляться уже в отношении разных типов металлических стандартов: золотого, серебряного, биметаллического, которые определяли механизмы и ограничения на эмиссию денег. Еще одна важная категория в монетарной политике – понятие *номинального якоря (nominal anchor)*. Поскольку существование денег, денежных цен товаров и механизмов регулирования денег стало причиной возникновения большого количества номинальных переменных, соединенных между собой сложными связями, которые приобретают разные свойства в условиях каждой конкретной экономики, появляется необходимость в определении целевой номинальной переменной для монетарной политики, которая и получила название номинального якоря, удерживающего в определенных пределах динамику других номинальных переменных. Можно выделить три типа номинальных якорей. Первый тип фиксирует денежную цену одного или нескольких товаров. Первыми номинальными якорями были фиксированные цены стандартной весовой

<sup>21</sup> Джери Д., Джери Дж. Большой толковый социологический словарь: русско-английский, англо-русский: В 2-х т. – Т 1. – М, 1999. – С. 188.

единицы металла, и соответствующие монетарные стандарты получили название товарных стандартов. Номинальный якорь этого типа еще иногда называют фиксированным номинальным якорем, поскольку в условиях этих стандартов наблюдалась тенденция к возвращению общего уровня номинальных цен на какой-то фиксированный нормальный уровень в долгосрочном периоде<sup>22</sup>. Номинальный якорь второго типа называют подвижным, так как он отражает стремление монетарной власти достичь некой подвижной номинальной цели (таргета): динамики денежной массы (монетарный якорь, монетарное таргетирование), показателя инфляции (инфляционный якорь, таргетирование инфляции). В этих случаях цели по отношению к номинальным таргетам отражают их желательную динамику, исходя из динамики предыдущей. Наконец, третий тип номинального якоря – это фиксация, или привязка цены национальной денежной единицы, выраженной в иностранной денежной единице (таргетирование обменного курса). В этом случае страна принимает номинальный якорь одной или нескольких других стран. Так, по Бреттон-Вудскому соглашению страны акцептовали послевоенный уровень инфляции в США; Механизм валютных курсов (Exchange rate Mechanism) Европейской монетарной системы также предусматривал принятие на себя странами определенного общего уровня инфляции.

Выявление роли общественных ожиданий в эффективности макроэкономической политики привело к замене концепции монетарного стандарта концепцией монетарного режима. *Монетарный режим (monetary regime)* – это комплекс монетарных механизмов и институтов, которому отвечает комплекс ожиданий – ожиданий общества относительно действий политиков и ожиданий политиков относительно реакции общества на их действия. По определению известного английского экономиста А.Лейонгфвуда, монетарный режим – это, во-первых, шаблон поведения монетарной власти, а во-вторых, система ожиданий, направляющая поведение общественности<sup>23</sup>. Режим политики в целом – это равновесие, в котором набор правил или процедур, регулирующих формирование публичной политики, генерирует стабильные ожидания участников рынка.

А.Лейонгфвуд выделяет дискреционные и конституционные монетарные режимы, построенные на основе правила. Возникает еще один важный институт – правило монетарной политики. Правило предусматривает определенные ограничения, в том числе в проведении политики. Ему противостоит дискреция – политика, оставленная на усмотрение органов власти. *Правило в монетарной политике* предусматривает, что монетарная власть заранее объявляет о своих мерах в условиях той или иной макроэкономической ситуации. *Дискреция* означает, что монетарная власть оценивает характер экономических проблем в каждом конкретном случае и выбирает наиболее приемлемую, по ее мнению, для данного момента политику<sup>24</sup>.

<sup>22</sup> Flood R., Mussa M. Issues concerning nominal anchors for monetary policy // NBER Working paper. – 1994. – September. – P. 1.

<sup>23</sup> Leijonhufvud A. Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform / edited by A.J. Schwartz. – Chicago and London: University of Chicago Press. – P. 131.

<sup>24</sup> Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. – М., 2000. – С. 713–714; Манків Г.Н. Макроекономіка. – К., 2000. – С. 413.

Идея правила в политике отвечает доктрине *laissez-faire* и неоклассической теории. Исследования проблемы правил в монетарной политике имеют достаточно длительную историю: весомый вклад в ее разработку внесли Г.Торнтон (1802), У.Бегхот (1873), К.Виксель (1907), И.Фишер (1920, 1926), Г.Саймонс (1936), М. Фридман (1948, 1960)<sup>25</sup>.

Г.Саймонс в классической статье "Правила против органов власти в монетарной политике", опубликованной в 1936 году в "Журнале политической экономики", писал: "Либеральное учение требует организации нашей экономической жизни в значительной мере через индивидуальное участие в игре с определенными правилами... Установленные, стабильные, законодательные правила игры в отношении денег имеют основное значение для выживания системы, построенной на свободном предпринимательстве". Он противопоставлял правила власти, или дискреции. На самом деле эту дихотомию следует рассматривать как континуум, в котором степень дискреции, остающейся монетарной власти, определяется спецификацией целей, которые перед ней ставятся, и скоростью применения соответствующих мер по их достижению. Экстремальная дискреция предполагает, что монетарная власть использует весь спектр инструментов монетарной политики и ее цель – "содействие экономическому благосостоянию". В этом случае как сама цель – экономическое благосостояние, – так и связь между действиями монетарной власти и ее достижением весьма размыты. Условным примером экстремального правила может быть обязательство центрального банка каждую неделю покупать определенное количество государственных ценных бумаг по ставке 5% годовых. Г.Саймонс рассматривал альтернативные монетарные правила, в том числе постоянность количества денег, но, отмечая опасность резкого изменения скорости оборота денег, делал вывод об оптимальности, по крайней мере на то время, правила, предусматривающего стабилизацию центральным банком уровня цен.

Среди ведущих современных исследователей правил монетарной политики – Дж.Тейлор, Б.МкКалум, Л.И.О.Свенсон. Г.Рудебуш, М.Кинг; в России соответствующие исследования активно проводятся в Институте экономики переходного периода. Есть разные определения правил монетарной политики от широких – "наперед установленный основной принцип проведения монетарной политики" или "систематический процесс принятия решений, использующий информацию последовательным и предсказуемым образом" – до сугубо технических – "специфическая формула, определяющая процедуру применения инструмента денежно-кредитной политики"<sup>26</sup>. Один из сторонников второй трактовки правила известный британский ученый Б.МкКалум определяет его как "формулу, которая может использоваться центральным банком без знания позиции аналитиков в отношении спецификации макроэконо-

<sup>25</sup> См.: *Thornton H.* An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain. Reprint edition, ed. by F.A. von Hayek, 1978; *Baghot W.* Lombard Street: A description of the Money Market. – London: P.S.King, 1873; *Wicksell K.* The influence of the rate of interest on prices // *Economic Journal*. – 1907. – № 17. – P. 213–220; *Simons H.C.* Rules versus authorities in monetary policy // *Journal of Political Economy*. – 1936. – № 44. – P. 1–30; *Friedman M.* A monetary and fiscal framework for economic stability // *American Economic Review*. – 1948. – № 38. – P. 245–264; *Friedman M.* A program for monetary stability. – New York: Fordham University Press, 1960.

<sup>26</sup> *Моисеев С.* Правила денежно-кредитной политики // *Финансы и кредит*. – 2002. – № 16. – С. 37.

мической модели или целей"<sup>27</sup>. Известный современный специалист по вопросам монетарной политики Л.И.О.Свенсон разделяет понятия *инструментальных правил (instrument rule)* и *правил таргетирования (targeting rule)*<sup>28</sup>. Инструментальное правило описывает инструменты монетарной политики как функцию наперед установленных, перспективных или обоих типов переменных. Если инструмент монетарной политики выступает в функции только установленных наперед переменных, то имеет место эксплицитное инструментальное правило; если же инструменты монетарной политики являются также функцией перспективных показателей, то имеет место имплицитная функция реагирования и, соответственно, имплицитное инструментальное правило монетарной политики.

На практике ни один центральный банк не придерживается инструментального правила – эксплицитного или имплицитного. Центральные банки часто пересматривают (реоптимизируют) монетарную политику: они не устанавливают функцию реагирования раз и навсегда. Таким образом, инструментальное правило не отражает обязательств центрального банка – оно, скорее, служит базой для сравнения, характеристики и оценки текущей политики. Сегодня существует огромное количество исследований, в которых эмпирически выводится инструментальное правило того или иного центрального банка, то есть осуществляется ретроспективный анализ и тестирование каких-то правил.

*Правило таргетирования*, по мнению Л.И.О.Свенсона, предусматривает, что задается определенная функция потерь, которую может минимизировать центральный банк. Таким образом, оно определяет вектор целевых переменных, вектор величин таргетов и соответствующую функцию потерь. Именно правило таргетирования, считает Л.И.О.Свенсон, а не инструментальное, отражает обязательство центрального банка по соблюдению таргета. Он пишет, что любое изменение в знаниях о функционировании экономики требует [дискретных] изменений в инструментальном правиле, "тогда как правило таргетирования при возникновении новой информации о структурных взаимосвязях... предполагает автоматический пересмотр функции реагирования центрального банка"<sup>29</sup>. Заметим, что как среди ученых, так и среди практиков пока нет методологического единства по поводу соответствующего категориального аппарата, что во многом обусловлено сложным междисциплинарным характером категории "правило".

Следующий монетарный институт, рожденный практикой проведения монетарной политики, – *монетарное строение (monetary framework)*. Одно из определений монетарного строения – "институциональные условия, при которых принимаются и внедряются решения монетарной политики"<sup>30</sup>. Таким образом, это не только выбор целевого ориентира и ограничения деятельности

<sup>27</sup> McCallum B. Issues in the Design of Monetary Policy Rules // NBER Working Papers. – 1997. – № 6016. – P. 14.

<sup>28</sup> Svensson L.E.O. Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule // NBER Working Papers series. – 1998. – № 6790.

<sup>29</sup> Svensson L.E.O. Commentary: "How Should Monetary Policy Respond to Shocks while maintaining Price Stability? – Conceptual Issues", in: Achieving Price Stability. Federal Reserve Bank of Kansas City. – P. 216.

<sup>30</sup> McNees S.K. Prospective Nominal GNP Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy // New England Economic Review Editor. – 1987. – September/October. – P. 3.

центрального банка. Монетарное строение зависит от развития финансовых институтов в стране и других институциональных и структурных экономических характеристик. В 2000 году было опубликовано эмпирическое исследование, имевшее целью выявить ключевые характеристики монетарного строения как категории и особенности построения монетарной политики в 93 странах – индустриальных, с переходной экономикой и развивающихся<sup>31</sup>. В этом исследовании для классификации монетарного строения конкретной страны на основании анкетирования центральных банков проведены следующие измерения.

I. Степень фокусирования на определенной цели: 1) как центральный банк классифицирует свое монетарное строение (это позволяет выявить его приоритеты); 2) имеет ли место явный целевой ориентир в отношении валютного курса, денег или инфляции (за который центральный банк отчитывается); 3) как центральный банк ранжирует цели монетарной политики; 4) каким переменным отдается приоритет в случае возникновения конфликта целей?

II. Институциональные характеристики монетарной политики: 1) степень независимости центрального банка; 2) ответственность за проведение политики; 3) публичность политики.

III. Влияние состояния финансовой системы на эффективность инструментов монетарной политики.

IV. Аналитический инструментарий, используемый центральным банком.

Наконец, возникает такой институт, как *монетарная стратегия* – система средне- и долгосрочных целей, способов использования центральным банком инструментов монетарной политики для достижения этих целей и процедур принятия соответствующих решений в условиях данного монетарного строения; кроме того, она определяет динамику развития монетарного строения. Таким образом выявляется диалектическая взаимосвязь категорий монетарного строения и монетарной стратегии.

Рассмотрим, как строятся ожидания и, соответственно, доверие общества в разных монетарных режимах: независимый центральный банк, осуществляющий дискреционную политику; режим фиксации валютного курса; таргетирование денежной массы; ограниченно-дискреционный режим прямого таргетирования инфляции. *Таргетирование* (targeting) в переводе с английского языка означает определение промежуточного целевого ориентира монетарной политики. С развитием института монетарной стратегии таргетирование определенной величины стало ярлыком для обозначения монетарных строений, позволяющих привести разные монетарные строения к какому-то общему знаменателю, кратко охарактеризовать его аналитический фундамент. Такими ярлыками, собственно, и есть нацеливание на валютный курс (таргетирование валютного курса), на денежную массу (монетарное таргетирование), на инфляцию (таргетирование инфляции).

Я.Корнаи одним из инструментов защиты граждан в условиях недоверия к государству считает "нейтральные, беспристрастные институты", среди которых, в первую очередь, называет центральный банк и банковскую систему<sup>32</sup>. Предполагается, что эти институты остаются в стороне от повседневной политической борьбы, сохраняют нейтралитет и беспристрастность. Они

<sup>31</sup> Monetary Policy Frameworks in a Global Context / Edited by L. Mahadeva and G. Sterne. – London and New York: Routledge, 2000.

<sup>32</sup> Корнаи Я. Честность и доверие в переходной экономике // Вопросы экономики. – 2003. – № 9. – С. 10.

должны принимать решения, руководствуясь исключительно профессиональными критериями. Само по себе существование независимого центрального банка можно назвать монетарным режимом весьма условно, ведь независимость не предполагает автоматически специальных действий, направленных на формирование ожиданий общества. Вместе с тем формированию оптимистических ожиданий по поводу общего уровня цен способствует осознание экономическими агентами того факта, что монетарная политика изолирована от политических деловых циклов. Это то, что касается первой составляющей системы ценностей культуры стабильности – знаний об экономических явлениях. Что касается второй, то взаимодействие (информационное) монетарной власти и общества может основываться на "жесткой" позиции последнего в борьбе с инфляцией. То есть для усиления доверия к денежной единице необходимо несколько прецедентов – ситуаций, в которых осуществлялась жесткая антиинфляционная политика, несмотря на конфликт с органами немонетарной власти.

Следующий монетарный режим – фиксация обменного курса по отношению к определенной резервной валюте или корзине валют. Общество будет оценивать стабильность валютного курса как благо, если соответствующая иностранная валюта широко используется как счетная единица для многих операций и выполняет функцию средства сбережения. Фиксация обменного курса будет иметь так называемый сигнальный эффект, то есть стабильный валютный курс будет ассоциироваться со стабильными внутренними ценами. С другой стороны, у монетарной власти также появляется возможность создать доверие к себе на основе доступности оперативной информации о выполнении ею своих обязательств. Валютный курс, по сути, является наиболее очевидным и легко контролируемым со стороны общественности обязательством монетарной власти. Правда, можно поставить под сомнение непосредственную связь стабильности обменного курса и стабильности внутренних цен, ведь может возникнуть ситуация, когда валютные интервенции или другие средства регулирования валютного рынка окажутся инфляционными. Тем не менее такая связь существует. Это проявляется в так называемом дисциплинарном эффекте фиксации обменного курса. Если в данной стране наблюдается уровень инфляции выше, чем в стране, к валюте которой сделана привязка, спрос на внутренние товары уменьшается и возрастает спрос на импорт. Это приводит к рецессионным эффектам в данной стране и снижению уровня цен (или темпа инфляции). Наконец, страна будет вынуждена принять такой же темп инфляции, как и в стране, к валюте которой осуществлена привязка.

Еще одна немаловажная черта режима фиксации валютного курса – возможность рациональных экономических агентов оценить *ex ante* способность монетарной власти соблюдать соответствующие обязательства, то есть это, скажем, информация об имеющихся валютных резервах центрального банка, динамике импорта и экспорта, структуре внешнего государственного долга. Осуществляя фиксацию валютного курса, государство обязуется поддерживать стоимость одного актива, поэтому обществу легче поверить в это, чем в способность контролировать инфляцию, которая зависит от цен многих активов.

Безусловно, существует ряд факторов, подрывающих эффективность фиксации обменного курса как монетарного режима. Классический фактор –

это невозможность проведения суверенной денежной политики, зависимость в этом плане от другой страны. Всегда есть риск, что, столкнувшись с мощным дисциплинарным эффектом, государство отменит фиксацию. Во-вторых, если страна в силу специфики структуры экономики уязвима к внешним шокам, подрывается доверие ко всем целевым ориентирам, особенно к внешним. В-третьих, фиксация номинального валютного курса препятствует приближению реального валютного курса к реальному эффективному валютному курсу. Она становится квазианалогообложением и приводит к неэффективному размещению ресурсов (см., например, исследования А.Илларионова)<sup>33</sup>.

Кроме того, возникает неэффективность другого рода – фиксация цены иностранной валюты перекладывает валютный риск с частных агентов на государство, что также вызывает неэффективное размещение ресурсов.

Фиксация валютного курса часто бывает переходным монетарным режимом, поскольку структурные сдвиги в экономике требуют изменения реального обменного курса. Для некоторых стран этот режим вообще неприемлем: если, например, страна достаточно большая (как США) или если для нее невозможно определить страну, валюта которой могла бы служить номинальным якорем для ожиданий общества.

Еще одним механизмом направления ожиданий общества является монетарное таргетирование. Суть этого монетарного режима в том, что центральный банк, исходя из целевого показателя инфляции, оценок потенциального роста производства и динамики скорости оборота денег в рамках количественного уравнения обмена устанавливает целевой темп роста денежных агрегатов и объявляет его общественности.

Самым радикальным правилом, основывающимся на монетарном таргетировании, является "монетарное правило" М.Фридмана: внесение конституционной поправки, предусматривающей установление фиксированного ежегодного процента прироста определенного денежного агрегата (в более ранних работах М.Фридмана – агрегата М1, который теснее всего связан с национальным доходом, а в более поздних – денежной базы, которую легче всего контролировать центральному банку)<sup>34</sup>.

В индустриальных странах монетарное таргетирование было особенно популярно непосредственно после коллапса Бреттон-Вудской валютной системы и в начале 1980 годов. В эти периоды больше 40% этих стран практиковали объявление целевых монетарных ориентиров. Но, начиная с 1982 года, популярность монетарного таргетирования стала падать, и в середине 1990-х только в четверти этих стран объявлялись монетарные таргеты. В развивающихся странах до середины 1980 годов монетарное таргетирование почти не использовалось, а к середине 1990-х объявление целевых ориентиров денежной массы использовалось приблизительно в 10% этих стран. Обменные курсы в развивающихся странах коррелируют с конечными целями монетарной политики более тесно, чем денежные агрегаты<sup>35</sup>.

<sup>33</sup> *Илларионов А.* Реальный валютный курс и экономический рост // Вопросы экономики. – 2002. – №2. – С.19–48.

<sup>34</sup> *Friedman M.* Monetary Policy: Tactics versus Strategy / The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform. – P. 368.

<sup>35</sup> *Cotarelli C., Giannini C.* Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in Post – Bretton Woods Era // IMF Occasional Paper. – 1997. – № 154. – P. 25.

В то время как жесткие формы таргетирования обменного курса (валютные советы, жесткая привязка) достаточно распространены, жесткие формы монетарного таргетирования (как правило Фридмана) на практике никогда не использовались.

Основными преимуществами монетарного таргетирования как монетарного режима являются: 1) "суверенность" – центральный банк выбирает целевой показатель инфляции, наиболее приемлемый для данной страны, и имеет возможность корректировать политику в соответствии с внутренними колебаниями объема производства; 2) тесная связь с инструментами монетарной политики, то есть высокий уровень контроля со стороны центрального банка; 3) монетарные агрегаты измеряются достаточно быстро, соответственно, отчеты о выполнении монетарных таргетов поступают к общественности с короткими лагами – порядка нескольких недель. Это усиливает ответственность центрального банка, общественный контроль и дает практически мгновенные сигналы о возможности соблюдения целевых показателей инфляции.

С технической точки зрения эффективность монетарного таргетирования зависит от стабильности связи монетарных агрегатов с целевыми переменными (инфляцией и номинальным доходом), то есть от стабильности скорости оборота денег. Следовательно, эффективность монетарной политики будет снижаться в условиях нестабильного спроса на деньги, что может вызываться как процессом долларизации в переходных и развивающихся экономиках, так и процессами дерегуляции финансовых рынков и финансовыми инновациями в индустриальных странах. Еще одна техническая проблема – противоречия между контролем центральным банком, с одной стороны, и теснотой связи разных монетарных агрегатов с целевыми показателями и информативностью для общественности – с другой. Узкие денежные агрегаты, такие как денежная база и M1, легче поддаются контролю со стороны монетарной власти, но менее тесно связаны с целевыми показателями и, соответственно, малоинформативны для общества.

Можно было бы ограничиться анализом эффективности монетарного таргетирования с технической точки зрения, но как тогда объяснить успешность монетарной политики в Германии, где почти в половине случаев соответствующие таргеты не были достигнуты? А ответ такой: там государство сумело построить культуру стабильности.

Монетарное таргетирование осуществлялось также в Соединенных Штатах Америки, в Канаде и Великобритании, однако уже в начале 1980 годов обнаружилась его неэффективность, и режимы монетарного таргетирования в этих странах были упразднены. Как говорил Джеральд Боули, бывший председатель Банка Канады: "Мы не отменили монетарные таргеты, они отменили нас"<sup>36</sup>. В то же время в Германии и Швейцарии монетарное таргетирование как стратегия "правил" в монетарной политике эффективно осуществлялось 20 лет подряд. На первый взгляд выглядит парадоксальным, что монетарные показатели за период с 1975 по 1993 годы, то есть за 19 лет, в Германии были выполнены меньше чем в 10 из них, однако были преодолены инфляционные процессы, связанные с нефтяными шоками, то есть сохранено доверие общества к денежной единице.

<sup>36</sup> *Mishkin F.S. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes // NBER Working paper. – 1999. – March. – №7044. – P. 14.*



Денежная политика не может иметь решающего влияния на способ применения в течение краткосрочного периода установленных ею монетарных рамок – для расширения производства или только для повышения издержек и цен. Это зависит от поведения государства и общественных групп. Режим монетарного таргетирования только делает более наглядными цели монетарной политики. В Немецком федеральном банке всегда подчеркивали, что, помимо осуществления ориентированной на стабильность политики эмиссионного банка по управлению денежной массой и бюджетной политики правительства, необходимо также добровольное сотрудничество тарифных партнеров для долгосрочного контроля за развитием инфляции. В 1967 году в Германии бы принят закон "О поддержании стабильности и роста экономики", который вменил в обязанность и Федерации, и землям поведение, соответствующее требованиям стабильности (п.1), и указал на необходимость согласованных действий территориальных органов, профсоюзов и союзов предпринимателей в условиях угрозы макроэкономическому равновесию (п.3)<sup>37</sup>. Целью Акта стабильности (короткое название закона) было создание регулятивной основы для построения социальной рыночной экономики. Этот закон воплощал распространенные представления о необходимости усиления роли государства в достижении целей так называемого магического четырехугольника: ценовой стабильности, высокого уровня занятости, равновесия платежного баланса и устойчивого экономического роста. Акт стабильности способствовал этому путем: 1) координации финансовой политики центральных, региональных и местных органов власти и монетарной политики Бундесбанка; 2) расширения сферы действия Федерального правительства в сторону взаимодействия с территориальными органами власти и автономными политико-формирующими группами (такими, как ассоциации работодателей и профсоюзы)<sup>38</sup>. Фактически государство пыталось взять на себя координацию планов экономических агентов на всех уровнях и установить целевые ориентиры для денег, экономического роста, занятости и торговли<sup>39</sup>.

К сожалению, на этом мы не можем закончить описание эффективности монетарного таргетирования в Германии. Во-первых, кейнсианская политика Акта стабильности оказалась неэффективной в условиях нефтяных шоков, и государство ослабило регулятивное давление. Во-вторых, ряд эмпирических исследований показывает, что монетарный режим в Германии де-факто не был монетарным таргетированием. Например, в работе "Что на самом деле таргетирует Бундесбанк" Б.Бернанк (Bernanke) и И.Мигов (Mihov) доказывают, что монетарная политика в Германии очень слабо реагировала на отклонения денежных агрегатов от прогнозных значений, и делают вывод, что стратегию Бундесбанка можно охарактеризовать, скорее, как таргетирование инфляции, чем монетарное таргетирование<sup>40</sup>. Еще в одной работе – "Как Бундесбанк проводит монетарную политику" Р.Клариды (Clarida) и М. Гертлера (Gertler) – также делается вывод, что, за исключением периода с середины до конца 1970 годов, Бундесбанк "агрессивно" корректировал процентные ставки с

<sup>37</sup> Немецкий федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты. – Франкфурт: Специальные издания Немецкого федерального банка. – 1993. – №7. – С. 14.

<sup>38</sup> [www.eurofound/emire/GERMANY/STABILITY ACT](http://www.eurofound/emire/GERMANY/STABILITY_ACT)

<sup>39</sup> [www.pbs.org/wgbh/comanding heights/lo/countries/de/de\\_economic.html/](http://www.pbs.org/wgbh/comanding_heights/lo/countries/de/de_economic.html/)

<sup>40</sup> *Bernanke B.S., Mihov I. What Does the Bundesbank Target? // NBER Working Paper. – 1996. – № 5764.*

целью поддержания низких уровней инфляции, учитывая при этом состояние реальной экономики. Проведенный авторами формальный анализ выявил, что на практике Бундесбанк действовал по принципу правила Тейлора, которое более пригодно для характеристики режима таргетирования инфляции<sup>41</sup>.

Итак, мы не брали бы на себя смелости утверждать, что "культура стабильности" прижилась в Германии исключительно благодаря режиму таргетирования денежной массы. Успех борьбы с инфляцией обязан, скорее, высокому уровню автономии Бундесбанка, а не собственно таргетированию денежных агрегатов. Культура стабильности в Германии, по нашему мнению, не была абсолютным результатом соответствующих целенаправленных действий государства, однако она заложила основы научного подхода к управлению формированием номинальных величин в обществе. Черты такого научного подхода все больше приобретает другой монетарный режим – таргетирование инфляции. Еще И.Фишер, а позднее Г.Саймонс высказали предложения по поводу стабилизации денежной единицы с помощью ценового индекса<sup>42</sup>. В 90-х годах XX века эти идеи были реализованы: в ряде индустриально развитых стран (Новая Зеландия, Канада, Великобритания, Финляндия, Швеция, Австралия, Испания, Израиль) была принята новая стратегия монетарной политики, получившая известность как "таргетирование инфляции". Таргетирование инфляции предполагает публичное объявление плановых уровней инфляции, закрепление в законодательном порядке приоритетности этих целевых показателей для центрального банка и установление ответственности за их достижение. Если прогноз инфляции на определенный период отличается от таргета, центральный банк применяет соответствующие инструменты для исправления ситуации<sup>43</sup>. Таким образом, промежуточным ориентиром монетарной политики становится прогнозный показатель инфляции, благодаря чему таргетирование инфляции можно считать опережающей, дальновидной (*forward-looking*) стратегией монетарной политики. Иными словами, инструменты монетарной политики (изменение процентных ставок) применяются не в ответ на текущий показатель инфляции, а на ожидаемую через 12–18 месяцев инфляцию. Практически это институциональное закрепление накопленных знаний о лагах монетарной политики. Таргетирование инфляции включает следующие элементы: 1) публичное объявление среднесрочных количественных целевых ориентиров; 2) институциональное обязательство по соблюдению ценовой стабильности как первичной долгосрочной цели монетарной политики и достижению инфляционной цели; 3) снижение роли промежуточных таргетов, таких как рост денежного предложения; 4) усиление прозрачности монетарной политики путем коммуникации с общественностью и рынками о планах и целях монетарной власти; 5) усиление ответственности центрального банка за достижение целевых ориентиров инфляции<sup>44</sup>.

<sup>41</sup> *Clarida R., Gertler M.* How the Bundesbank Conducts Monetary Policy // NBER Working Paper. – 1996. – № 5581.

<sup>42</sup> *Bernholz P.* The Implementation and Maintains of a Monetary Constitution // The search for Stable money: Essays on Monetary Reform. – P. 83–84.

<sup>43</sup> *Ammer J., Freeman R.T.* Inflation Targeting in the 1990 s: The Experiences of New Zealand, Canada, and United Kingdom // Journal of Economics and Business. – 1995. – N47. – P. 171–187.

<sup>44</sup> *Mishkin F.* International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. – P. 18.

С точки зрения экономической теории мейнстрима, таргетирование инфляции возникает как общее следствие двух научных положений. Первое – это так называемое правило Тинбергена-Тейла: одному инструменту политики должна отвечать одна целевая экономическая переменная. Второе положение объясняет, почему в роли целевой переменной монетарной политики выбирается именно уровень инфляции – это модель совокупного предложения, модель "естественного уровня" Фридмана-Фелпса, в соответствии с которой в краткосрочном периоде существует выбор между реальными и номинальными целевыми показателями, однако в долгосрочном периоде монетарная политика может влиять только на номинальные величины.

С точки зрения институциональной теории, таргетирование инфляции является особой формой социального соглашения между центральным банком и обществом. Корзина товаров стандартной семьи, фигурирующая в индексе потребительских цен, – это ни что иное, как следствие соглашения между статистиками, и если информация о механизме ее измерения не широко доступна, а данный индекс все же используется для индексации долгосрочных контрактов, то это уже не просто соглашение между статистиками, а социальная договоренность между пользователями денег. Глава Банка Англии М.Кинг говорит, что монетарный режим – это "не вопрос экономической теории", а "вопрос о том, что мы думаем об осуществлении политики, и о том, как мы объясняем политику экономическим агентам, чье поведение влияет на величины, которые мы пытаемся контролировать"<sup>45</sup>. Но почему с институциональной точки зрения именно инфляционный таргет стал такой успешной фокальной точкой? По словам М.Кинга, когда Банк Англии в сентябре 1992 года прекратил таргетирование валютного курса, в выборе нового монетарного режима он руководствовался следующими соображениями. Во-первых, изучался опыт Новой Зеландии, которая таргетировала инфляцию, а во-вторых, опыт наиболее успешных центральных банков – Немецкого Бундесбанка и Федеральной резервной системы США. "Ни Бундесбанк, ни ФРС, – говорил он, – не таргетировали инфляцию – первый использовал монетарный таргет, а вторая вообще не имела количественной цели, хотя в законодательном порядке была обязана поддерживать ценовую стабильность. Что же происходит на заседаниях совета Бундесбанка и Федерального комитета открытого рынка? Они оценивают тренд инфляции и, если он отклоняется от желаемого, принимают решение о применении соответствующих инструментов монетарной политики. Мы подумали, почему бы тогда не сделать видимым то, что происходит внутри центрального банка. ... Нашим лозунгом стало "делать, как мы говорим, и говорить, как делаем"<sup>46</sup>.

Итак, рассмотрим сначала, как действует монетарная власть в условиях таргетирования инфляции, а затем – как она сообщает об этом обществу. Аналитически таргетирование инфляции базируется на монетарном правиле, согласно которому процентная ставка меняется в зависимости от изменения разрывов ВВП и инфляции<sup>47</sup>. Монетарное правило аналитически описывает поведение монетарной власти в ответ на отклонение определенных макроэкономических переменных от плановых или прогнозных. По сути, пер-

<sup>45</sup> Monetary Policy Frameworks in a Global Context. – P. 183.

<sup>46</sup> Ibid. – С. 184.

<sup>47</sup> Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism / edited by Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Chile: Central Bank of Chile. – 2002. – С. 5.

вым монетарным правилом было количественное уравнение обмена:  $MV=PY$ . Это уравнение стало аналитической основой для исследования М.Фридманом и А.Шварц монетарной истории Соединенных Штатов Америки за период от Гражданской войны до 1960 года. Их работа начиналась словами: "Это книга о количестве денег в Соединенных Штатах". Таким образом, они показывали, что рост количества денег приводит к росту уровня цен, анализируя при этом каждый конкретный эпизод и доказывая, что изменения денежной массы в каждом случае не были эндогенными<sup>48</sup>.

Дж.Тейлор в 1993 году предложил Федеральной резервной системе США новую функциональную форму монетарного правила. По этому правилу федеральную резервную ставку предлагалось изменять в ответ на изменения инфляции и реального ВВП. Он предложил перенести акцент с количества денег на краткосрочные процентные ставки и, соответственно, заменить количественное уравнение новым, которое получило название "правило Тейлора". Рассмотрим, как автор выводит его из количественного уравнения. Известно, что скорость оборота денег зависит от процентной ставки ( $r$ ) и реального объема производства ( $Y$ ). Если перенести процентную ставку в левую часть уравнения, получим функцию двух переменных: зависимость процентной ставки от уровня цен и реального объема производства. Простое правило Тейлора можно записать так<sup>49</sup>:

$$r = r^* + \alpha(Y - Y^*) + \beta(\pi - \pi^*), \quad (6)$$

где  $r$  – номинальная краткосрочная процентная ставка;  $r^*$  – номинальная равновесная процентная ставка, отвечающая таргетированному уровню инфляции;  $\pi^*$  – целевое значение инфляции;  $Y$  – объем производства;  $Y^*$  – потенциальный объем производства;  $\pi$  – инфляция (фактическая или прогнозируемая);  $\alpha$  и  $\beta$  – параметры, показывающие, как монетарная политика отвечает на отклонения выпуска от тренда и инфляции от целевого уровня. Типичные расчетные величины для коэффициентов  $\alpha$  и  $\beta$  составляют 0,5 и 1,5.

Чтобы показать, как работает монетарное правило Тейлора на практике, используем механизм монетарной трансмиссии Банка Канады, осуществляющего таргетирование инфляции с февраля 1991 года (рис. 1)<sup>50</sup>. Этот механизм состоит из трех совокупностей связей. Первая совокупность – это связь между инструментами, то есть целевыми диапазонами ставок овернайт и временной структурой рыночных процентных ставок, ставок по депозитам и кредитам финансовых институтов и валютных курсов. Вторая – это движение от финансовых переменных к совокупному спросу и ВВП-разрыву. Третья – движение от ВВП-разрыва, инфляционных ожиданий и валютного курса к инфляции. Банк Канады также учитывает, что успешность и доверие к построе-

<sup>48</sup> Taylor J. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules / Monetary Policy Rules. – Edited by John B. Taylor. – Chicago and London: The University of Chicago Press. – 1999. – P. 319–347.

<sup>49</sup> Inflation targeting: Design, Performance, Challenges / edited by Norman Loayza and Raimundo Soto. – Santiago, Chile: Central Bank of Chile, 2002. – P. 446–447.

<sup>50</sup> Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies / Editors Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang. – Washington: IMF, 1999. – P. 38.

нию монетарной и фискальной политики влияет на трансмиссионный механизм. И, наконец, Банк Канады учитывает типичные экзогенные шоки.

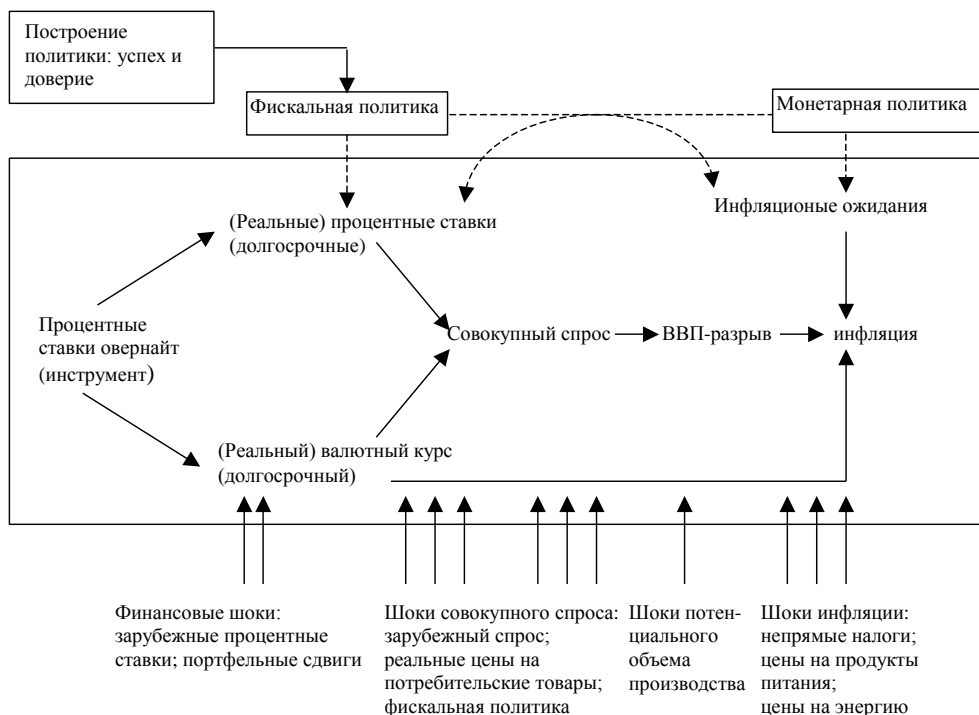


Рис. 1. Канада: механизм монетарной трансмиссии

Теперь выясним, как монетарная власть обнародует свою деятельность и какие цели она при этом преследует.

Одной из заметных тенденций в монетарной экономике, по крайней мере, в последнюю четверть века стало возобновление попытки исключить из компетенции монетарной политики ответственность за реальные показатели. Правда, дискуссия по этому поводу началась еще с дебатов об ответственности центральных банков за Великую депрессию. И, как, например, отмечает Б.Фридман, есть основания считать, что таргетирование инфляции является одной из таких попыток<sup>51</sup>. Он считает, что даже если бы инфляция была единственным аспектом экономической активности, на который центральный банк способен влиять, он не сможет этого делать, не влияя сознательно, в первую очередь, на реальную экономическую активность (см. рис. 1). Раньше экономисты были уверены, что простое удерживание количества денег, отвечающего предполагаемым темпам роста, приведет к соответствующему темпу инфляции. Однако коллапс эмпирических взаимосвязей между деньгами и ценами во многих странах около 20 лет назад отбросил эту идею от практики монетарной политики, хотя денежные агрегаты используются как информационные переменные для прогнозирования будущей инфляции. Действуя в соот-

<sup>51</sup> *Friedman B.M.* The use and meaning of words in central banking: Inflation targeting, credibility, and transparency // NBER Working paper. – 2002. – June. – N 8972. – P. 7.

ветствии с правилом Тейлора, центральный банк учитывает объем производства, но не ради него самого, а как источник информации о будущей инфляции. Более того, монетарная политика в условиях таргетирования инфляции сталкивается с определенной формой выбора между номинальными и реальными показателями: выбором между изменчивостью инфляции и изменчивостью выпуска, известным как кривая Тейлора (рис. 2). Размещение кривой определяется структурой экономики (например, дисперсией шоков) и монетарной политикой. Кривая Тейлора – это геометрическое место комбинаций изменчивости инфляции и выпуска, которые могут быть достигнуты соответствующей монетарной политикой. Она строится с помощью изменения относительного веса изменчивости инфляции и безработицы в целевой функции центрального банка, или, иными словами, путем изменения имплицитного горизонта целевого ориентира инфляции. Перемещение кривой слева направо эквивалентно выбору более короткого горизонта, за который осуществляется возвращение инфляции к целевому ориентиру, благодаря чему снижается изменчивость инфляции и увеличивается изменчивость выпуска.

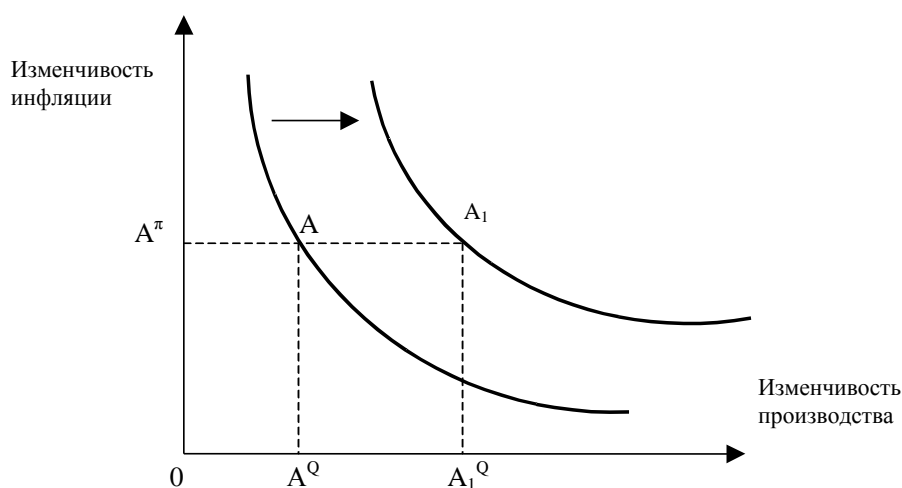


Рис. 2. Кривая Тейлора

Таким образом, центральный банк обладает ограниченной дискрецией по отношению к горизонту, на протяжении которого инфляция возвращается на средний уровень инфляции и выпуска, но делает выбор: инфляция или выпуск должны снижать напряжение начального воздействия какого бы то ни было шока<sup>52</sup>. С одной стороны, этот горизонт можно назвать сердцем современной научной полемики, касающейся монетарной политики, а с другой – таргетирование инфляции отстраняет общество от этой полемики. По словам М.Кинга, "таргетирование инфляции позволяет нам отделить дискуссию о политических целях от ежемесячной технической дискуссии о решениях по по-

<sup>52</sup> King M. Challenges for Monetary Policy: New and Old. / Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.

воду краткосрочных процентных ставок и резервов банковской системы, необходимых для достижения цели"<sup>53</sup>.

Перед обществом ставится долгосрочная цель центрального банка, касающаяся достижения определенного целевого показателя инфляции, в то же время его отстраняют от открытой дискуссии о том, какие цели ставит центральный банк относительно выпуска, занятости или других реальных показателей, от дискуссии о выборе между инфляцией и реальными показателями в периоде, короче, чем долгосрочный. Таким образом, таргетирование инфляции делает обязательства центрального банка по поводу низкой инфляции надежными, то есть вызывающими доверие, при этом отстраняет общество от дискуссий о том, что позволяет точно оценить эти обязательства<sup>54</sup>.

Диалектика проблемы доверия и монетарных строений и режимов проявляется в том, что существующая на данный момент степень доверия к монетарным целям (обусловленная положительным опытом, высокой финансовой стабильностью, институциональной сбалансированностью) влияет на выбор оптимального монетарного режима, который, в свою очередь, формирует соответствующие ожидания и определенный уровень доверия. Проиллюстрируем это, воспользовавшись исследованием А.Караре и М.Р.Стоуна (Международный валютный фонд)<sup>55</sup>. Конечной целью монетарной политики является максимизация общественного благосостояния путем достижения высоких и стабильных темпов роста в долгосрочном периоде. Монетарная политика может поддерживать экономический рост определенной комбинацией низкой инфляции, финансовой стабильности и стабилизации объема производства. Комбинация этих трех целей, максимизирующая общественное благосостояние в рамках определенного монетарного строения, зависит от уровня доверия центральному банку. Соответственно, возникает три типа режимов инфляционного таргетирования. Первый режим – *развитое таргетирование инфляции (full-fledged inflation targeting)*. Центральные банки этих стран имеют четкое обязательство по соблюдению количественно установленного инфляционного таргета, прозрачность и ответственность максимально институционализированы, что и обеспечивает средний или высокий уровень доверия к монетарной политике. Такой режим действует в 7 индустриальных странах (Новая Зеландия, Канада, Великобритания, Швеция, Австралия, Исландия, Норвегия) и 11 новых рыночных экономиках (Чешская Республика, Польша, Венгрия, Израиль, Колумбия, Мексика, Бразилия, Чили, Корея, Таиланд, Южная Африка). Эти страны не могут поддерживать низкую инфляцию без четкого обязательства, поэтому низкий уровень инфляции и высокий уровень доверия достигаются ценой меньшей гибкости в стабилизации объема производства. Второй режим – *эклетичное таргетирование инфляции (eclectic inflation targeting)*. Эти страны могут поддерживать низкую и стабильную инфляцию без полной прозрачности и ответственности за достижение таргета. Продолжительный период низкой и стабильной инфляции и высокий уровень финансовой стабильности формирует высокий уровень доверия и предоставляет большой простор для гибкости в стабилизации объема производства в США, Японии, Еврозоне. Наконец, третий режим –

<sup>53</sup> Monetary Policy Frameworks in a Global Context. – P. 183.

<sup>54</sup> Friedman B.M. The use and meaning of words in central banking: Inflation targeting, credibility, and transparency. – P. 16.

<sup>55</sup> Carare A., Stone M.R. Inflation Targeting Regimes // IMF Working paper. – 2003. – № 9.

*упрощенное таргетирование инфляции (inflation targeting lite)*. В странах объявляется инфляционная цель, но в силу восприимчивости экономики к разного рода шокам, низкой финансовой стабильности и слабой институциональной структуры они не могут придерживаться эксплицитной инфляционной цели, зато имеют значительный простор для стабилизации объема производства в условиях шоков. Этот режим существует в 19 новых рыночных экономиках, и, скорее, имеет переходный характер. Особенности перечисленных режимов хорошо иллюстрирует кривая Тейлора. Чем выше начальная (до введения соответствующего режима) степень доверия к монетарной политике в стране, тем ближе к началу координат будет размещена кривая Тейлора. Здесь меньше проявляется временная непоследовательность, поэтому четкое, прозрачное обязательство в отношении инфляционного таргета переместит центральный банк на верхнюю, неоптимальную часть кривой Тейлора. Менее жесткое антиинфляционное обязательство обеспечит снижение изменчивости объема производства в значительно меньшей мере, чем изменчивости инфляции. Если в стране имеет место начальный средний уровень доверия к монетарной политике, то возникает проблема временной непоследовательности, поэтому ее кривая Тейлора будет размещена дальше от начала координат. В этом случае менее жесткое обязательство центрального банка в отношении инфляционного таргета приведет к значительному росту изменчивости объема производства без снижения изменчивости инфляции, то есть к перемещению кривой Тейлора вправо.

Таким образом, разворачивание категории доверия в монетарных координатах, и именно в векторе доверия к деньгам как активу, является сложным диалектическим процессом. Его теоретическое осмысление и эмпирическая оценка помогают сориентироваться в разнообразии новейших монетарных институтов (монетарный стандарт, номинальный якорь, таргетирование, правило монетарной политики, монетарное строение, монетарный режим, монетарная стратегия), монетарных строений разных стран и, наконец, может способствовать выбору оптимального пути институционального достраивания денежно-кредитного рынка в Украине.