

Таргетирование инфляции: израильский вариант

А.В. Федорченко, Ф.В. Малахов

На примере Израиля, экономически развитой страны, недавно принятой в ОЭСР, рассматривается переход к режиму таргетирования инфляции, который является достаточно гибким и относительно новым методом денежно-кредитной политики. В статье показано, что после длительного периода высокой инфляции и сменившей его дезинфляции монетарное руководство этой страны подобрало наиболее эффективные и безболезненные для других макроэкономических целей инструменты.

За период, в течение которого в нашей стране вокруг Израиля существовал информационный вакуум (в 1967–1991 гг. дипломатические отношения между двумя государствами отсутствовали), он вошел в группу стран с высокоразвитой экономикой, обладающей явными признаками постиндустриального типа развития и глубоко вовлеченной в мирохозяйственный обмен. В настоящее время Израиль находится в середине второго десятка мировых лидеров по индексам человеческого развития, конкурентоспособности и глобализации. В 2010 г. он стал членом ОЭСР. В то же время по сравнению с другими членами этой престижной международной организации израильская экономика в меньшей степени была затронута глобальным финансовым кризисом.

Ценность израильского экономического опыта связана не только с очевидными достижениями этой страны, но и с тем, что еще недавно модели развития России и Израиля имели немало сходных характеристик: этатизированный хозяйственный механизм, развитый военно-промышленный комплекс, эгалитаризм в распределении национального дохода, гипертрофированный бюрократический аппарат. Неслучайно в научных кругах бытовало

мнение, что Израиль стал прообразом того, чем была бы наша страна в случае сохранения в СССР многопартийности, НЭПа и отсутствия массовых репрессий.

С середины 1980-х гг. внимание многих экспертов стала привлекать монетарная политика израильского государства. Особую заинтересованность вызвали эффективное подавление гиперинфляции, установление обменного курса на основе «диагональной связки» (этот метод вызвал большой интерес в мировых финансовых кругах, ряд стран – Мексика, Польша и другие – взяли его на вооружение) и таргетирование инфляции. Завершение перехода Банка России к режиму таргетирования инфляции, намеченное на 2015 г., повышает необходимость исследования международного опыта центральных банков с целью адаптировать его некоторые результаты в политике ЦБ. Многие эксперты, указывая на необходимость учета специфики каждой страны при данном переходе, характеризуют политику инфляционного таргетирования как здоровый денежно-кредитный режим.

За 63-ю историю своего существования Израиль миновал все известные варианты изменения показателя прироста цен:

Федорченко Андрей Васильевич – д.э.н., профессор, директор Центра ближневосточных исследований ИМИ МГИМО(У) МИД России. E-mail: a.fedorchenko@inno.mgimo.ru

Малахов Филипп Валерьевич – магистрант Института стран Азии и Африки МГУ им. М.В. Ломоносова. E-mail: vestnik@mgimo.ru

– от низкой инфляции к двузначной с последующим перерастанием в гиперинфляцию;
– через этап дезинфляции с достижением отрицательных значений, завершившийся переходом к наблюдавшейся накануне нынешнего кризиса ценовой стабильности.

Своего рода кульминацией денежно-кредитной политики государства стало проведение стабилизационной реформы 1985 г., которая позволила в короткие сроки и с минимальным ущербом для экономического роста и занятости победить гиперинфляцию и по праву считается одной из самых успешных государственных программ, которая изучается в ведущих экономических вузах мира. Параллельно с процессом достаточно продолжительной дезинфляции, последовавшей за реформой, поэтапно повышалась независимость Банка Израиля, окончательное законодательное закрепление которой произошло в 2010 г.

Для израильской экономики вопрос стабильности цен представляется особенно важным. Ее наличие является условием для устойчивого экономического роста, эффективного размещения ресурсов, уменьшения диспропорций в распределении доходов. Как только инфляция в стране подобного масштаба и открытости начинает опережать соответствующие показатели главных международных партнеров, ее конкурентоспособность незамедлительно падает. В эпоху глобализации, как показывает опыт, страны, жертвующие долгосрочными целями для достижения краткосрочных, начинают отставать от общемировых темпов развития. Они все дальше скатываются на периферию мировой экономики и быстро лишаются главных иностранных партнеров, которые предпочитают вкладывать свои капиталы в страны с более стабильной экономикой. В последнее время в мире окончательно укрепилось осознание того факта, что достижение долгосрочного экономического роста и высокой занятости невозможно при высоких темпах инфляции.

При анализе режима инфляционного таргетирования в Израиле необходимо отдельно рассмотреть два временных периода, водоразделом между которыми стало достижение ценовой стабильности в 1999 г.:

– в первый период, начавшийся в 1992 г., когда правительство впервые определило ориентир инфляции, Банк одновременно осуществлял таргетирование двух переменных – валютного курса и инфляции с постепенным перемещением приоритета в сторону последней переменной. 1990-е гг. стали в Израиле десятилетием дезинфляции: ежегодный темп прироста цен опустился с рубежа в 10–12% до нулевых значений. Ключевыми в данном контексте являются две задачи: выявление причин ступенчатого характера дезинфляции и определение значения нового режима таргетирования инфляции;

– второй период ограничивается временными рамками двух кризисов: 2001–2003 гг. и гло-

бальным финансово-экономическим кризисом, начавшимся в 2008 г. На этом этапе Банк Израиля осуществлял таргетирование инфляции в условиях достигнутой ценовой стабильности и последовательного освобождения валютного курса.

Представляется интересным сравнение баланса антиинфляционной и антикризисной политики Банка Израиля в периоды двух рассматриваемых кризисов. В 1985 г. благодаря проведению успешной стабилизационной реформы, основанной на гетеродоксальном подходе, инфляция в Израиле с 445% в предшествующем году упала до платформы в 20%, на которой она поддерживалась вплоть до начала 1990-х гг. Перелом в процессе дезинфляции (до 10–12%-й платформы) произошел в 1992 г. – в первый год назначения правительством целевого ориентира инфляции. Однако существует мало оснований для сомнений в том, что решающее значение в данном эпизоде сыграла критическая масса факторов, не имевших отношения к денежно-кредитной политике.

Как показал опыт предшествующих десятилетий, одним из главных препятствий на пути к ценовой стабильности был опережающий рост реальной заработной платы. На 1991–1992 гг. пришелся пик волны иммигрантов из стран постсоветского пространства в Израиль. Увеличение работоспособного населения незамедлительно сказалось на снижении реальной заработной платы, уровень безработицы достиг максимальной за историю Израиля величины в 11,2%¹.

Кроме того, начало массовой иммиграции инициировало принятие кнессетом закона о поэтапном сокращении бюджетного дефицита (за последующие 4 года). Его рост был неизбежен ввиду огромных расходов на абсорбцию иммигрантов. Однако было бы ошибочно относить снижение инфляции исключительно к фактору иммиграции.

В конце 1991 г. вместо фиксированного к валютной корзине курса был введен восходящий наклонный валютный коридор, в котором устанавливалось изменение центрального паритета. Ежегодное повышение центрального паритета, определявшего угол наклона его линии, было установлено в 9%, что отражало приблизительную разницу между прогнозируемой инфляцией в Израиле и в мире. Ширина коридора сначала была установлена на уровне $\pm 5\%$, в 1995 г. для поддержки либерализации рынка капиталов была расширена до $\pm 7\%$ (см. рис. 1). Верхняя граница отражала максимально допустимое значение обесценения израильского шекеля; каждый раз, когда номинальный курс приближался к ней, Банк Израиля мог проводить валютную интервенцию. Принятие этого изменения было обусловлено стремлением пресечь распространявшуюся в конце 1980-х гг. спекулятивную деятельность, базировавшуюся на использовании разницы темпов мировой и израильской инфляции и прогнозировании девальваций.

Рис. 1

Таргетирование номинального валютного курса в 1994–1999 гг. (корзина валют к шекелю)



Составлено по: Leiderman L., Buftan G. Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel // International Monetary Fund publications, 1999.

URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach9.pdf>

Помимо вышеперечисленных факторов, снижению среднего уровня цен в Израиле также способствовала благоприятная конъюнктура на мировом рынке: курс доллара повысился, соответственно экспортируемая США продукция подешевела, и так как доля США в импорте Израиля высокая, это неизменно способствовало понижению уровня внутренних цен в стране.

В 1991–1992 гг. получила продолжение инициированная во второй половине 1980-х гг. политика либерализации рынка капиталов. Были сняты ограничения на международное движение капитала, существенно понижена норма резервирования для коммерческих банков, освобожден фондовый рынок. Два этапа либерализации, помимо снижения государственного вмешательства, ослабили олигополию крупнейших банков («тройки» банковских холдингов), в результате чего продолжал сокращаться в прошлом непомерно большой разрыв между процентной ставкой на депозиты и на кредиты, что укрепило роль монетарных регуляторов денежного рынка. Норма резервирования для коммерческих банков поддерживалась на достаточно низком уровне, главными инструментами кредитно-денежной политики были денежные аукционы и изменение учетной ставки.

В 1992 г. целевой ориентир был определен диапазоном 14–15% (см. табл. 1). Тот факт, что инфляция оказалась ниже нижней границы на 4,6%, подтверждает идею о том, что государственная политика в переломе дезинфляции имела второе-степенное значение.

Перелом в дезинфляции был завершен. С 1993 г. темпы инфляции снова начали набирать силу, в 1994 г. показатель достиг 14,5%, что означало отклонение от назначенного правительством целевого ориентира инфляции на 6,5%. Данный просчет в антиинфляционной политике стал результатом:

- во-первых, недооценки роли новых иммигрантов, включившихся к тому времени в рабочую силу и спровоцировавших рост потребления;
- во-вторых, ослабления монетарной и бюджетно-налоговой политики.

Таблица 1

Целевые ориентиры инфляции и ее текущие показатели (%)

Год	Целевой ориентир	Текущая инфляция	Отклонение*
1992	14–15	9,4	(-)4,6
1993	10	11,2	(+)1,2
1994	8	14,5	(+)6,5
1995	8–11	8,1	нет
1996	8–10	10,6	(+)0,6
1997	7–10	7,0	нет
1998	7–10	8,6	нет
1999	4	1,3	(-)2,7
2000	3–4	0,0	(-)3,0
2001	2,5–3,5	1,4	(-)1,1
2002	2–3	6,5	(+)3,5
2003	1–3	-1,9	(-)2,9
2004	1–3	1,2	нет
2005	1–3	2,4	нет
2006	1–3	-0,1	(-)1,1
2007	1–3	3,4	0,4
2008	1–3	3,8	0,8
2009	1–3	3,9	0,9
2010	1–3	2,7	нет
2011	1–3	2,2	нет

* от ближайшей границы диапазона ориентира инфляции.

Источник: Bank of Israel; URL: <http://www.bankisrael.gov.il/>

Главным итогом стало осознание руководством Банка Израиля того, что дальнейший процесс дезинфляции, основанный на валютном курсе как «номинальном якорю», невозможен. После резкого понижения инфляции в 1992 г. Банк Израиля, восприняв его как новую относительно стабильную макроэкономическую тенденцию, переключился на задачу понижения учетной ставки для сближения внутренних реальных процентных ставок с международными. Цель состояла в предотвращении притока волны иностранного капитала (после снятия барьеров на его движение) и сопутствующего удорожания израильского шекеля (выхода из коридора). При превышении реальной израильской ставки над мировой израильским коммерческим банкам было выгодно наращивать иностранные займы, а иностранцам осуществлять вложения в Израиле.

Тем временем в середине 1993 г. ориентир инфляции для 1994 г. был установлен правительством на отметке в 8%. С учетом сократившейся инфляции ежегодное повышение центрального паритета в возрастающем валютном коридоре было понижено до 6%. Понижение номинальной учетной ставки на 2 процентных пункта привело к выбросу дешевых денег на рынок, инфляция почти на 6% превысила ориентир. В результате с 1994 г. Банк Израиля принял новую стратегию монетарной политики. Ценовая стабильность была выдвинута в качестве первичной цели, ее достижение необходимо было осуществлять соответственно напрямую, изменяя учетную ставку². То есть режим таргетирования инфляции (по ИПЦ) начал действовать официально³.

При этом второстепенную цель валютного курса предполагалось поддерживать лишь косвенными методами.

Таким образом, таргетирование номинального валютного курса применялось, но потеряло роль «номинального якоря» экономики. Целевой показатель среднегодового прироста цен устанавливался правительством после публикации запланированного на следующий год бюджета и предварительной консультации с Банком Израиля. Основным преимуществом режима таргетирования инфляции при использовании процентной ставки как краткосрочного ориентира было объявлено наиболее эффективное воздействие на инфляционные ожидания по сравнению с другими режимами – например, такими, как таргетирование денежного предложения. При определении степени изменения краткосрочной учетной ставки, необходимой для достижения инфляционного ориентира, в Банке Израиля активно применялись «правила монетарной политики», главным образом выведенное в 1993 г. уравнение Тейлора, устанавливающее учетную ставку в зависимости от ориентира инфляции и долгосрочного прироста ВВП.

Итак, со второй половины 1994 г. Банк, отреагировав на повышение цен, принял курс политики «дорогих денег». Он повысил номинальную учетную ставку с 10 до 18% в 1995 г. В условиях свободного движения капитала и с прогрессом мирного процесса на Ближнем Востоке увеличение ставок повлекло за собой приток в страну иностранной валюты в виде инвестиций, долгосрочных иностранных депозитов в израильские банки и иностранных кредитов, привлекавшихся израильским деловым сектором. Все это сдвинуло номинальный курс к нижней границе валютного коридора. В действие вступал конфликт целей. После краткосрочного успеха в подавлении инфляции (в 1995 г. она совпала с 8%-ным целевым ориентиром) Банк Израиля был вынужден ослабить «хватку», несмотря на неблагоприятные условия продолжавшейся фискальной экспансии. План по сведению дефицита к нулю в данном году не был выполнен, показатель составил 4,3% от ВВП, то есть процесс дезинфляции снова был остановлен.

Ряд весомых оснований, среди которых обременявшая монетарное руководство необходимость стерилизации притоков капитала, а также опасность последствий недооценки риска колебаний валютного курса со стороны экономических агентов, в конечном итоге способствовали поэтапному освобождению валютного курса. К 1997 г. ширина коридора была увеличена до 28%, центральный паритет был отменен, что допустило более сильные колебания внутри коридора без вмешательства Банка Израиля.

Повышение гибкости валютного курса все больше сопровождалось перемещением приоритета в сторону таргетирования инфляции. Правительство назначило ориентир инфляции на 1998 г. в диапазоне 7–10%⁴, долгосрочный целевой – в 4,5% к 2001 г. (в соответствии со средним показателем в странах-членах ОЭСР). Его достижение предпо-

лагалось осуществить с помощью рестрикционной монетарной политики, курс на которую Банк принял уже в 1996 г. В 1997 г. инфляция упала до 7% – нижней границы целевого ориентира. Как и в 1992 г., резкое падение темпов инфляции было результатом комплекса благоприятных условий, сопровождавших новую государственную макроэкономическую политику:

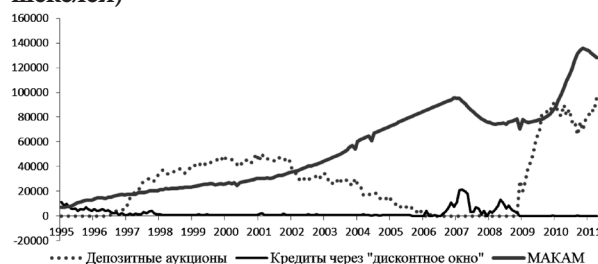
- во-первых, дезинфляцию поддерживали снижение импортных цен, прежде всего на нефть и другие ресурсы, и общая тенденция к замедлению инфляции в мировой экономике (израильская инфляция примерно на 2 п.п. превышала соответствующий средний показатель для индустриально развитых стран);

- во-вторых, остановка развития мирного процесса сказалась на заметном сокращении инвестиций в экономику⁵, что несколько замедлило темпы прироста денежной массы (отсутствовала необходимость в валютных стерилизациях);

- в-третьих, экономика Израиля находилась на стадии рецессии, и уровень безработицы повысился (с 6,6% в 1996 г. до 8,6% в 1998 г.), снизилось совокупное потребление.

Рис. 2

Эволюция инструментов денежно-кредитной политики (ежемесячные данные, млн шекелей)



Источник: Bank of Israel DataSeries Database.

URL: <http://www.bankisrael.gov.il/series/en/catalog/bank%20of%20israel%20balance%20sheet/monetary%20tools/>

Во второй половине 1990-х гг. претерпел изменение инструментальный набор монетарной политики Банка Израиля (см. рис. 2). Как отмечалось выше, произошел переход от использования кредитования через «дисконтное окно» к привлечению вкладов коммерческих банков под устанавливаемую учетную ставку, которая оставалась главным инструментом. К концу десятилетия объем кредитов снизился почти в три раза: с 27% от текущей денежной базы в 1994 г. до 10% в 1997 г. Соответствующий показатель для депозитов в 1998 г., то есть через два года после введения, достиг 166%. Таким образом, удалось достичь уже второй половины десятилетия от первой.

Параллельно кредитно-денежное руководство продолжало снижать норму обязательного резервирования для коммерческих банков, следуя модели центральных банков развитых стран (норма составила 6% в 1997 г.). Соответственно повышался денежный мультипликатор. Индекс отношения банковского кредита к ВВП повысился с 65% в 1994 г. до 78% в 1998 г.

По мере снижения резервных требований появлялась необходимость в инструментах «стерилизации» – большее распространение получали продажи краткосрочных векселей (МАКАМ). В 1995 г. правительством была введена система автоматической ежеквартальной коррекции потолка для объема казначейских векселей в распоряжении Банка Израиля. К концу десятилетия векселя МАКАМ заняли место второго главного инструмента Банка Израиля: стоимость этих проданных ценных бумаг в 1994 г. была эквивалентна 81% денежной базы, а в 1997 г. – уже 144%.

Соответственно можно сделать вывод, что монетарная политика Израиля стала развиваться в направлении к инструментальной автономии. Этот процесс продолжился в следующее десятилетие, а операционная зависимость сохраняется до сих пор.

Принятый в 1997 г. монетарный курс продемонстрировал свою эффективность. Процесс быстрой дезинфляции продолжался до середины 1998 г., когда внешние факторы простимулировали скачок инфляции в последнем квартале этого года (инфляция в 1998 г. достигла 8,6%, но попала в заданный правительством ориентир 7–10%). Азиатский кризис и дефолт в России 1998 г. заставил иностранных экономических агентов, инвестировавших в Израиль, пересмотреть связанные с этими операциями риски. Спрос на шекель на валютном рынке снизился, что привело к его обесценению по отношению к валютной корзине в последнем квартале года и подняло номинальный курс к верхней границе коридора. К тому же в условиях начавшейся в 1997 г. быстрой дезинфляции Банк Израиля постепенно понижал учетную ставку (с 13,6% в январе до 11% в августе), минимум которой был установлен как раз накануне кризиса в России.

Отреагировав на инфляционный шок повышением ставки на 4 п.п., Банк еще раз подтвердил эффективность проводимой антиинфляционной политики, что подкреплялось доверием населения⁶ (инфляционные ожидания упали с 8% в 1998 г. до 2% в 1999 г.). Уже в следующем, 1999 г. инфляция понизилась до 1,3%, а в 2000 г. – до 0%. Тот факт, что целевой ориентир на 1999 г. составлял 4% (на 2,6% выше), объясняется недооценкой правительством роли растущей безработицы и приближающейся рецессии. Представляется, что исключительно внешний шок стал препятствием для продолжения процесса дезинфляции в 1998 г. Инфляция по итогам года составила 8,6%, что представляло середину установленного ориентира. Рост агрегата М1, денежного предложения, составил 12,6%, что значительно превышало показатель прироста ВВП (3,1%).

В 1999 г. правительство приняло программу дальнейшего поэтапного сокращения инфляционных ориентиров. В соответствии с этим документом к 2003 г. должна была быть достигнута полная ценовая стабильность (1–3% инфляции) по примеру развитых стран. В 1999 г. инфляция оказалась на 2,7 п.п. ниже ориентира в 4%. Номинальная учетная ставка Банка Израиля в этой связи приняла нисходящее направление таким образом, что реальная

ставка в последнем квартале года повысилась. Тем временем приближалась вторая волна внешних шоков, которые наложились на неблагоприятную внутреннюю конъюнктуру.

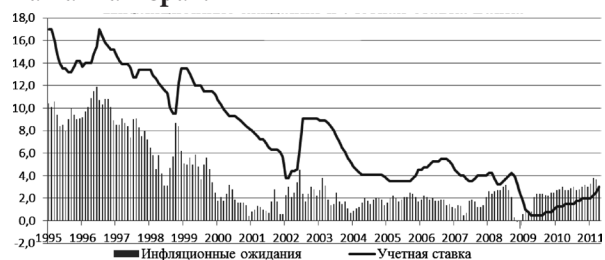
В конце 2000 г., после обвала на мировом рынке высокотехнологичных компаний и начала инфтифады, экономика Израиля вступила в фазу рецессии. Она быстро переросла в спад 2001–2003 гг., сопровождавшийся увеличением безработицы и снижением общего жизненного уровня населения⁷. Ориентир инфляции на 2001 г. составлял 2,5–3,5%, что было чуть выше определенного уровня ценовой стабильности в 1–3%. В то время как инфляция в 2000 г. достигла нулевой отметки, темп снижения номинальной учетной ставки не ускорился. Это вплоть до середины 2002 г. поддерживало реальную учетную ставку в диапазоне 5–7%.

Банк Израиля не спешил стимулировать активность по причине того, что показатели всеобщего спроса и занятости сильно снизились лишь к концу 2001 г., дополнительно подавляя инфляцию⁸. По итогам года безработица составила 9,4%⁹, рост экономики принял отрицательное значение –1,4¹⁰, инфляция же снова не уместилась в заданный ориентир и составила 1,4%.

В декабре 2001 г., отступив от своей антиинфляционной стратегии, председатель Банка Израиля неожиданно сократил учетную ставку на 2 процентных пункта – до 3,8%. Этот эпизод заслуживает отдельного внимания, так как мера была продиктована не столько экономическими мотивами, сколько политическими. Д. Клейн вступил в неофициальное соглашение с новым премьер-министром государства А. Шароном и министром финансов С. Шаломом, по которому в обмен на понижение ставки последние отменили потолок на выпуск центральным банком векселей МАКАМ¹¹. Таким образом, в 2001 г. Банк Израиля достиг полной инструментальной независимости.

Рис. 3

Инфляционные ожидания и учетная ставка Банка Израиля



Источник: Bank of Israel Information and Data.

URL: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/monetar/shukhon/shcf10_e.xls

В начале 2002 г. Банк Израиля продолжил курс на ускорение снижения номинальной учетной ставки до минимума, опустив ее до 4%. Это привело (в сочетании с несокращавшимся дефицитом бюджета, возросшими в условиях кризиса инфляционными ожиданиями (см. рис. 3) и новым витком роста мировых цен на энергоносители) к скачку инфляции до 6,5%, что было на 3,5 п.п. выше верхней границы целевого ориентира. Для 2003 г. и

далее правительство установило целевой ориентир инфляции диапазоном от 1 до 3%. Представляется, что инфляция в 2002 г. стала жертвой, на которую пошел Д. Клейн ради достижения неограниченного доступа к инструменту операций на открытом рынке. Банк Израиля быстро отреагировал и переключился на жесткие рестрикционные меры: ставка в конце года была повышена до 9,5%. Невзирая на усугубление экономического спада, он не изменил антиинфляционной направленности монетарной политики и вплоть до второго квартала 2003 г. подерживал ставку на таком же высоком уровне.

Подобная настойчивость Банка на жестких антиинфляционных мерах была неоправданной и приводила к отягчению кризисных проявлений. Внутренняя и внешняя конъюнктура и без того была крайне благоприятна для дезинфляции. После публикации антикризисной программы министра финансов Б. Нетаньяху, одобрения правительством США гарантий для нового пакета займов на фоне глобальной нисходящей рискованной тенденции инвестиций в развивающиеся экономики спрос на израильскую валюту возрастал, что отражалось на повышении курса израильского шекеля к доллару (на 7% по итогам года). В то же время внутренний спрос оставался очень низким. В результате инфляция по итогам приняла отрицательное значение (-1,9%), что являлось отклонением (в меньшую сторону) от целевого ориентира почти на 3 п.п. Это свидетельствовало о том, что инфляция, несмотря на настойчивость Банка в достижении ориентира, вышла из-под контроля монетарных властей, трансформировавшись в дефляцию. В годовом отчете Банк приписывал резкое падение инфляции тенденциям к обесценению доллара и низкому уровню реальной активности в стране.

В первом квартале 2004 г. председатель Банка Израиля ускорил темп сокращения ставки до 1,1%, и в апреле она установилась на уровне 4,1%. К тому времени экономические показатели отразили быстрое восстановление реальной активности в хозяйстве, а курс доллара принял кратковременный обратный тренд на удорожание. Прирост ВВП в 2004 г. составил 6,9% по сравнению со стагнацией в 2003 г. (0,8%). Принимая во внимание эти процессы, Банк Израиля прекратил понижение ставки, и она не изменялась вплоть до ноября, когда произошло очередное ослабление. На конец года ставка составила 3,9%; среднегодовая инфляция (1,2%) достигла целевого ориентира. Поэтапное снижение ставки при сохранении ценовой стабильности во многом стало возможным благодаря косвенной поддержке со стороны министерства финансов, реализовавшего после 2003 г. курс программы стабилизации по снижению бюджетного дефицита и государственного долга. Большую часть 2005 г. ставка оставалась неизменной, лишь в последнем квартале было предпринято ее понижение до 3,7%.

Стимулирование экономического роста и преследование целевого ориентира инфляции были не единственными факторами, определившими курс монетарной политики Израиля на планомерное понижение учетной ставки в 2004–2005 гг. Руко-

водство Банка преследовало цель достижения и стабильности валютного рынка также за счет сокращения разрыва между собственной и учетной ставкой ФРС¹². Это инициировало аналогичный процесс для внутренней и американской рыночной процентной ставки. В результате этого разрыв по краткосрочным номинальным ставкам сократился с 4,2% в 2003 г. до 1% к началу 2005 г. Подобная тенденция позволила правительству осуществить последний этап освобождения валютного курса – введение плавающего курса израильского шекеля.

В мае 2005 г. председателем Банка Израиля стал Стенли Фишер, ранее занимавший посты главного экономиста Всемирного банка, первого заместителя главы МВФ, вице-президента Citigroup. Одним из первых значимых действий, предпринятых новым председателем, стало расширение инструментария центрального банка: были введены суточные кредиты и депозиты в национальной валюте и операции РЕПО с МАКАМ.

После кризиса 2001–2003 гг. баланс между целями экономического роста и инфляции в Израиле подвергся пересмотру. Соответственно политика Банка с 2007 г. до середины 2008 г. на фоне мирового экономического кризиса была направлена в первую очередь на предотвращение влияния внешних негативных экономических процессов на внутреннюю деловую активность. Соответственно смена приоритетов сделала возможным превышение инфляции целевого ориентира в 1–3% в данный период. В 2007 г., накануне мирового финансового кризиса, экономика Израиля находилась на стадии подъема (рост ВВП в 7,3%), сокращалась безработица (до 7,3%). Банк корректировал ставку рефинансирования в соответствии с внешней конъюнктурой продолжившегося роста цен на энергоносители и продовольствие¹³, удорожанием шекеля в первую половину года, а также реагируя на колебания инфляционных ожиданий. В целом за год ставка была понижена на 1 процентный пункт (до 4%). В первой половине 2008 г. ввиду участвовавшихся и усилившихся колебаний оценок экономических рисков монетарный регулятор также прибегал к небольшим понижениям и повышением (которые колебались от 0,25 до 0,5 процентных пункта)¹⁴.

С сентября 2008 г. экономические показатели Израиля резко ухудшились. В силу тенденции к падению котировок на мировых фондовых биржах уже с начала 2008 г. обесценивались акции израильских компаний¹⁵. Подобно мировому сценарию, спад сначала обозначился на кредитном и рынке капитала, а потом распространился на реальный сектор. Инфляционные ожидания резко упали ниже целевого ориентира, что стало характерной особенностью для всего периода рецессии в Израиле. Несмотря на то что прирост ВВП в среднем за год составил приемлемые 4% (что было на 2,6% выше, чем в США), продукт делового сектора сократился в четвертом квартале на 1,2%, экспорт (исключая бриллианты) сократился более чем на 30% в ответ на сильное понижение внешнего спроса. Рост накопления

основного капитала остановился, безработица выросла до 6,3% (на 0,4% выше, чем в третьем квартале).

Председатель Банка С. Фишер оперативно сформировал курс активных экспансионистских денежно-кредитных мер, направленных на прекращение спада и возобновление экономического роста, повышение стабильности финансовых рынков страны. В четвертом квартале учетная ставка начала резко понижаться и к концу года опустилась до 2,5%.

В марте 2008 г. Банк впервые (после более чем 10 лет перерыва) также начал проводить валютные интервенции. Он покупал иностранную валюту, официально – для пополнения золотовалютных запасов (25 млн долларов, а с марта – 100 млн долларов в день)¹⁶, в действительности же – для понижения курса шекеля, что способствовало бы созданию более благоприятных экспортных условий и стимулировало экономическую активность. Сумма покупки за год составила 12,1 млрд долларов США. В 2009 г. на фоне тенденции к удорожанию шекеля валютные интервенции продолжились.

В результате кризиса в целом продолжилось усиление централизации банковской системы и возвращение банков к классической функции финансовых посредников. Объем кредитов, выданных банками впервые за несколько лет, превзошел объем кредитов, выданных небанковскими кредитными организациями¹⁷. Когда в 2009 г. учетная ставка Банка Израиля достигла исторического минимума в 0,5%, монетарный регулятор переключился на другой косвенный монетарный инструмент – операции на открытом рынке. С февраля он приступил к ежедневным покупкам государственных облигаций на вторичном рынке ценных бумаг (в среднем на 200 млн шекелей, или 48 млн долларов, в день¹⁸). Примечательно, что операции купли проводились на вторичном фондовом рынке, а не на первичном. Действия монетарного регулятора не предполагали прямого финансирования бюджетных расходов правительства (работу «печатного станка») и не противоречили пункту 45а Закона о Банке Израиля, запрещавшего кредитование правительства.

Дело в том, что долгосрочная процентная ставка сильно отставала от темпов снижения краткосрочной, а доходность гособлигаций после пересмотра рисков заметно превышала другие долгосрочные активы. Банк поставил цель снизить оба показателя, реанимировав инвестиционную активность в стране. В общем, за всю программу Банком Израиля было приобретено государственных облигаций на сумму 18 трлн шекелей (4,7 трлн долларов¹⁹). Доля банка как держателя государственных облигаций возросла с 0,8% в 2008 г. до 5,5% в 2009²⁰.

Уже к середине 2009 г. мировые финансовые рынки начали демонстрировать признаки начала выздоровления, что проявилось хоть и вялым, но повышением инвестиционной активности, ростом фондовых индикаторов, укреплением кредитных рынков. Индикаторы реального сектора отразили окончание спада с большим запозданием – лишь к концу года. В Израиле восстановление финан-

сового рынка в среднем шло быстрее, чем в развивающихся странах, и значительно быстрее, чем в индустриально развитых странах²¹. Динамика фондового индекса Тель-Авив 100 с марта 2009 г. в среднем опережала соответствующие индексы в мире²². На кредитном рынке снизилась стоимость и увеличилась доступность кредитов, снизились риски. Данные процессы отражали повышение уверенности инвесторов и их положительные ожидания экономического роста. Параллельно начали повышаться инфляционные ожидания.

Завершение рецессии и начало нового этапа экономического роста произошло в Израиле несколько раньше, чем в большинстве развитых стран. Прирост ВВП по итогам 2009 г. составил 0,7% ввиду отрицательного значения за первые два квартала (-1,5%). За вторые два квартала продукт вырос на 3,3%, безработица снизилась с 7,9 до 7,3%²³. Соответственно в августе Банк Израиля начал сворачивать «оздоровительную» монетарную программу и сконцентрировался на целевом ориентире инфляции: покупки государственных облигаций были остановлены, валютные интервенции уменьшились и продолжались на исключительной, а не на фиксированной ежедневной основе. До конца 2009 г. в четвертом квартале учетная ставка в два этапа была повышена до 1%.

Итак, инфляция в 2008 и 2009 гг. не уместилась в целевой ориентир и составила соответственно 3,8 и 3,9%. Помимо экспансионистской политики Банка Израиля, повышению инфляции способствовали два фактора: высокие цены на нефть и возросшие цены на недвижимость в Израиле. Главными причинами столь успешного преодоления кризиса в Израиле следует считать, во-первых, благоприятные внутренние условия накануне глобальной рецессии, во-вторых, эффективную экономическую политику, базировавшуюся на фискальном нейтралитете и сверхэкспансионистской кредитно-денежной политике.

Впервые в истории Израиля выход из кризиса был осуществлен исключительно монетарными рычагами – учетной ставкой и интервенциями как наиболее гибкими и быстрыми в макроэкономической политике. Короткая продолжительность рецессии и ее неглубинный характер, в сравнении с предшествующими кризисами, не потребовала фискального вмешательства. В 2010 г. политика поэтапного повышения учетной ставки до предкризисного уровня получила продолжение и в конце года составила 2%. И так как центральные банки развитых стран по-прежнему поддерживали низкие ставки, разрыв между их значениями приводил в приток иностранного капитала в Израиль. Для сдерживания удорожания национального валютного курса Банк продолжал применять валютные интервенции (несмотря на это, эффективный шекель подорожал на 7,1%). По итогам года инфляция составила 2,7%, вернувшись, таким образом, в диапазон целевого ориентира.

В марте 2010 г. кнессет утвердил новый Закон о Банке Израиля, который определяет поддержание стабильности цен в качестве первичной цели

центрального банка. Кроме того, монетарный регулятор должен оказывать поддержку другим целям экономической политики правительства, в частности экономическому росту, занятости и сокращению социально-экономического неравенства при условии, что, с точки зрения монетарного комитета Банка, это не будет служить препятствием достижению долгосрочной ценовой стабильности. Еще одна цель Банка Израиля заключается в оказании поддержки стабильности финансовой системы Израиля и ее функционирования. Закон определяет долгосрочную ценовую стабильность как ситуацию, в которой валютный комитет гарантирует, что уровень инфляции попадет в диапазон целевого ориентира (1–3%) в течение двух лет. Таким образом, допускается ситуация, при которой фактический уровень инфляции находится вне диапазона ценовой стабильности, но Банк проводит политику, которая вернет его в рамки ориентира в течение разумного срока. Подобный гибкий режим таргетирования инфляции позволяет Банку самостоятельно выбирать приоритеты в зависимости от экономической конъюнктуры, при этом не отходя от основного курса долгосрочной ценовой стабильности. Фактически новый закон легитимизировал действия, предпринимавшиеся С. Фишером в период кризиса.

Новый закон также расширил инструментальные полномочия Банка Израиля, допустив кредитование небанковских кредитных организаций в кризисных ситуациях. В целом это укрепило позицию центрального банка как «кредитора последней инстанции» и предоставило в его распоряжение новый рычаг контроля устойчивости финансовой системы страны.

Проведенный анализ денежно-кредитной политики Израиля в условиях таргетирования инфляции показал:

– во-первых, второстепенность значения данного режима в процессе достижения ценовой стабильности. В то время как Банк Израиля, преследуя целевой ориентир инфляции, придерживался преимущественно рестрикционной политики, фискальные власти, несмотря на общий курс на сокращение бюджетных расходов и либерализацию экономики, по-прежнему руководствовались собственными приоритетами. Это обстоятельство, наряду с действием сторонних факторов, среди которых – иммиграционные процессы и внешние шоки, обусловило длительный и ступенчатый характер процесса дезинфляции в Израиле в последнем десятилетии XX в.;

– во-вторых, длительный период времени, потребовавшегося монетарному руководству Израиля для того, чтобы свести к минимуму отклонения инфляции от заданного ориентира. В первую очередь данное обстоятельство было связано с недооценкой роли немонетарных факторов инфляции, о которых упоминалось выше;

– в-третьих, существенное изменение инструментария денежно-кредитной политики Израиля за последние два десятилетия: произошел сдвиг в сторону косвенных инструментов, повысилась роль учетной ставки, роль основных операций стали выполнять депозитные аукционы и сделки на открытом рынке;

– в-четвертых, сформировавшаяся в период кризиса гибкая политика инфляционного таргетирования в Израиле доказала свою эффективность. Данный режим предоставил обществу наиболее доступное объяснение принимаемых монетарным руководством мер, когда прозрачность усиливает доверие делового сектора и населения, позволяя Банку контролировать ожидания и благодаря этому повышать эффективность передаточного механизма кредитно-денежной политики. После длительного периода высокой инфляции и сменившей его дезинфляции монетарное руководство страны подобрало наиболее эффективные и безболезненные для других макроэкономических целей инструменты.

Выпуская российский рубль из валютного коридора и отправляя его в свободное плавание, имеет смысл учитывать результативность этой меры в Израиле. В качестве ограничителей при использовании израильского опыта следует выделить следующие проявления специфики нашей страны, которые наверняка будет тормозить данный переход: российская экономика испытывает сильную зависимость от мировых цен на экспортируемое сырье, банковская система недостаточно устойчива, финансовые рынки еще не вышли на высокий уровень развития.

Fedorchenko A.V., Malahov F.V. International Practice of Inflation Targeting: Israel as a Case Study.

Summary: The article deals with the transition to inflation targeting, which is a flexible and relatively new method of monetary policy. The Israeli experience in this field is analyzed. The paper shows that, after long periods of high inflation and disinflation the Bank of Israel has adopted the most efficient and painless for other macroeconomic objectives tools.

Ключевые слова

Денежно-кредитная политика, инфляция, инфляционное таргетирование, валютный коридор.

Keywords

Monetary policy, inflation, inflation targeting, exchange rate band.

Примечания

1. Labour Force Survey // Statistical Abstract of Israel 2010. P. 516. URL: http://www.cbs.gov.il/shnaton61/st12_01x.pdf
2. Bank of Israel Annual Report 1997. Jerusalem, P. 80. URL: http://www1.cbs.gov.il/reader/shnaton/templ_shnaton_e.html?num_tab=st15_01x&CYear=2010
3. Bank of Israel. Inflation Targeting Revisited (august 2007). URL: <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>
4. Liviatan N., Sussman N. Disinflation Process in Israel in the Past Decade // The Israeli economy, 1985-1998: from government intervention to market economics / edited by Avi Ben-Bassat. – Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, 2002. P. 140.
5. Inflation Report 1997 // Bank of Israel. URL: http://www.bankisrael.gov.il/boi_search_eng.htm
6. Inflation Report (July-December) 1998 // Bank of Israel. URL: http://www.bankisrael.gov.il/boi_search_eng.htm
7. Федорченко А.В., Зайцева О.А., Марьясис Д.А. Израиль в начале XXI века. М., 2004. С. 100.
8. Bank of Israel Annual Report 2001. – P. 18. URL: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch01/eng/pe2_2.pdf
9. Отчет по рабочей силе 1995–2006 гг. Центральное статистическое бюро Израиля (иврит). URL: http://www.cbs.gov.il/www/statistical/work76_h.pdf (Дата обращения: 31 марта 2011 г.)
10. Statistical Abstract of Israel, 2010. URL: http://www.cbs.gov.il/reader/shnatonenew_site.htm
11. Barkai H., Liviatan N. The Bank of Israel. Volume 1. A Monetary History. New York: Oxford University Press, 2007. P. 232.
12. Bank of Israel Annual Report 2004. P. 17. URL: <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch04/eng/doch04e.htm> (Дата обращения: 23 апреля 2011 г.).
13. Bank of Israel Annual Report 2007. P. 95. URL: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch07/eng/pe_3.pdf
14. Bank of Israel Annual Report 2008. P. 103. URL: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch08/eng/pe_3.pdf
15. Bank of Israel: Israel's Banking System 2008. P. 4.
16. Bank of Israel Annual Report 2008. P. 114.
17. Bank of Israel: Israel's Banking System 2009. P. 4. URL: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch09/eng/pe_1.pdf
18. По официальному курсу на 28 февраля 2009 года 1\$=0,24NIS
19. По официальному курсу на 31 декабря 2009 года 1\$=0,26NIS
20. Bank of Israel Annual Report 2009. P. 119. URL: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch09/eng/pe_3.pdf
21. The world turned upside down // The Economist (April 15th, 2010). URL: <http://www.economist.com/node/15879369> (Дата обращения: 24 апреля 2011 г.) URL: <http://www.economist.com/node/15879369> (Дата обращения: 24 апреля 2011 г.)
22. Bank of Israel Annual Report 2009. P. 161.
23. Labour Force Survey // Statistical Abstract of Israel 2010. P. 516. URL: http://www.cbs.gov.il/shnaton61/st12_01x.pdf (Дата обращения: 4 декабря 2010 г.)