

Джеральд ЭПШТЕЙН
Профессор экономики
Содиректор Института исследований политической экономики
Университет Массачусетса, (Амхерст, США)

Эринк ЙЕЛДАН
Профессор экономики
Член исполнительного комитета
Сообщества исследователей экономического развития (IDEAs),
Нью-Дели

РАЗРАБОТКА АЛЬТЕРНАТИВЫ НЕОЛИБЕРАЛЬНОМУ ПОДХОДУ К ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ: ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время введение инфляционного таргетирования является традиционной рекомендацией в области денежно-кредитной политики как в развивающихся, так и в развитых странах. В частности, переход к инфляционному таргетированию входит в программы экономической стабилизации, разработанные МВФ для развивающихся стран. В данной работе мы показываем, что ожидания, связанные с введением инфляционного таргетирования и основанные на предположении, что стабильность цен в конечном итоге способствует более высокому уровню заня-

тости и устойчивому росту экономики, не оправдались и что текущие темпы развития мировой экономики недостаточны для существенного расширения инвестиций и снижения безработицы. В сложившихся «дефляционных» условиях развития мировой экономики, а также при значительном увеличении предложения трудовых ресурсов в мире политика инфляционного таргетирования не способна справиться с макроэкономической нестабильностью, вызванной либерализацией и глобализацией мировой финансовой системы. Исходя из того, что основные причины нестабильности мировой экономики в современных условиях связаны с нестабильностью мировой финансовой системы, а не товарных рынков, мы утверждаем, что опасения относительно роста инфляции являются необоснованными, и предлагаем альтернативу политике инфляционного таргетирования в виде денежно-кредитной политики, направленной на увеличение занятости, обеспечение устойчивого роста и более справедливое распределение доходов.

I. Введение

Инфляционное таргетирование (если быть более точным, данный режим денежно-кредитной политики следует называть «таргетирование прогноза инфляции») в наши дни является новой «священной коровой» основного направления экономической мысли. В настоящее время инфляционное таргетирование принято на вооружение центральными банками в двадцати четырех странах мира. С того момента, как Новая Зеландия впервые ввела данный режим денежно-кредитной политики в 1990 г., позиции его сторонников стали настолько сильными, что центральные банки как в развитых, так и в развивающихся странах были фактически вынуждены внести изменения в свои официальные документы и объявить, что «обеспечение стабильности цен и поддержание инфляции на минимально допустимом уровне является единственной целью проводимой политики» и «они более не преследуют никаких других целей, например, таких, как увеличение занятости или поддержание экономического роста». Общепринятой стала точка зрения, что

стабильность цен является необходимым условием для устойчивого роста и обеспечения занятости и что высокие темпы инфляции имеют разрушительные последствия для экономики в долгосрочном периоде²⁵.

Однако в то время как задача по расширению занятости была снята с повестки дня большинства центральных банков, в целом в мире проблемы безработицы, занятости и бедности приобрели более острый характер (Heintz, 2006a, 2006b). По оценкам Международной организации труда (МОТ), в 2003 г. в мире насчитывалось около 186 млн безработных, что является максимальным показателем за весь период наблюдения (ILO, 2004a). Отношение количества занятых к общей численности населения — уровень безработицы — за последние десять лет сократилось с 63,3 до 62,5% (МОТ, 2004б). Помимо сокращения общего количества рабочих мест в мире также обострилась проблема их качества. По оценкам МОТ, 22% занятых в развивающихся странах зарабатывают менее 1 долл. в день, а 1,4 млрд (57% всех занятых в развивающихся странах) — менее 2 долл. в день. Для того чтобы достичь одну из целей развития на пороге тысячелетия (ЦРТ) — снизить долю низкооплачиваемых рабочих в два раза к 2015 г., — необходим устойчивый экономический рост. По оценкам МОТ, в среднем для снижения к 2015 г. доли рабочих, зарабатывающих 1 долл. в день, наполовину, рост реального ВВП должен составлять 4,7% в год, а для снижения доли зарабатывающих меньше 2 долл. в день темпы экономического развития должны быть еще выше. Согласно МОТ, «<...> из семи регионов, рассматриваемых в данной работе, только три азиатских региона, а также регион стран Ближнего Востока и Северной Африки в настоящее время развиваются такими темпами, которые позволяют надеяться на сокращение в будущем доли рабочих, зарабатывающих менее 2 долл. США, вдвое» (Kapsos, 2004; Heintz, 2006a). По оценкам

²⁵Рассмотрим, например, цели политики Банка Англии: «Одна из двух ключевых целей Банка Англии — стабильность национальной валюты («другая» ключевая цель — финансовая стабильность. — Прим. авт.). Стабильность национальной валюты означает стабильность цен — низкие темпы инфляции — и доверие к фунту стерлингов. Стабильность цен определяется исходя из целевого значения инфляции, установленного правительством. Банк Англии пытается достигнуть этого значений в рамках своей политики процентной ставки, решения об изменении которой принимается специальным органом Банка — Комитетом по денежно-кредитной политике (www.bankofengland.co.uk).

специалистов МВФ, для достижения цели развития на пороге тысячелетия по сокращению бедности к 2015 г. необходимо поддерживать экономический рост на уровне 7% в год и более (Battini и др., 2006, стр. 8).

Численность экономически активного населения в мире за последние годы значительно возросла (примерно на 1,5 млрд человек) в связи с интеграцией Китая и Индии в мировую экономику и распадом социалистического блока (Freeman, 2004; 2005; Акуз, 2006). Фактически это привело к двукратному увеличению мирового предложения рабочей силы и сокращению в два раза показателя капиталовооруженности (т. е. стоимости основных производственных фондов, приходящихся на одного работника). Несмотря на то, что за последние годы развивающиеся страны добились существенного увеличения своей доли в мировой торговле промышленной продукцией, большинство промышленных рабочих в этих странах (около 90%) имеют низкий уровень квалификации и сталкиваются со множеством нарушений прав на рынке труда (Акуз, 2006; 2003).

Избыточное предложение рабочей силы и слабость институтов рынка труда в развивающихся странах связаны со структурными проблемами в этих странах. Начиная с 1980-х гг. многие развивающиеся страны пережили период деиндустриализации, деградации институтов и ухудшения положения рабочих, что привело к росту бедности и неравенства. Чаще всего данные процессы происходили в период неолиберальных реформ, в рамках которых проводилась либерализация внешней торговли и внутренних финансовых рынков. Что касается развитых стран, то здесь ухудшение ситуации на рынке труда было связано не с ростом импорта конкурирующих товаров из развивающихся стран, а прежде всего с макроэкономической и финансовой политикой, проводимой в 1980-е гг. в так называемый период «вашингтонского консенсуса» (UNCTAD, 1995; Акуз, Flassbeck и Kozul-Right, 2006).

По мере того как финансовый сектор приобретал все больший вес в экономике по сравнению с промышленностью (UNCTAD, 1998), мировая финансовая система превратилась в один из основных источников нестабильности мировой экономики. Ключевая проблема заключается в том, что происходящая на

данный момент финансовая глобализация приводит в первую очередь к перераспределению между странами сокращающихся инвестиционных ресурсов и рабочих мест, вместо того чтобы способствовать расширению накопления капитала (Акуз, 2006). Проще говоря, мировая экономика растет недостаточно быстро, чтобы обеспечить потребности в новых рабочих местах, и она осуществляет все меньший вклад в формирование основного капитала.

В таких условиях развивающимся странам, которые опираются в своем развитии на прямые иностранные инвестиции, фактически навязывается необходимость проводить жесткую денежно-кредитную политику для обеспечения «инвестиционной привлекательности» и «внешней кредитоспособности». Правительства развивающихся стран, стремясь сохранить высокий уровень притока иностранного капитала, вынуждены осуществлять жесткие меры в области денежно-кредитной и бюджетной политики (Gabel, 1995). Эти меры включают формирование сбалансированного бюджета, установление ограничений на бюджетные расходы, а также сохранение на высоком уровне реальных процентных ставок. Фактически развивающиеся страны обменяли свою независимость в области экономической политики на доступ к рынкам промышленно развитых стран Севера, однако с точки зрения долгосрочного развития они заключили невыгодную сделку (Rodrik, 2000).

Как мы видим, ориентация денежно-кредитной политики на таргетирование инфляции произошла в условиях ухудшения ситуации на мировом рынке труда. Традиционный взгляд на стабилизационную политику в значительной степени базируется на «боязни инфляции» (inflation fobia) (Stiglitz, 2002) и предлагает целый ряд инструментов, способствующих достижению целевых показателей инфляции. При этом набор инструментов денежно-кредитной политики ограничивается косвенными (рыночными) методами воздействия, такими как краткосрочная процентная ставка (Masson, и др., 1997). «Прямые» (количественные) методы воздействия, такие как предоставление кредитов, установление «потолка» процентных ставок, исключаются наряду с другими способами, при помощи которых центральные банки направляли кредитные ресурсы в приоритетные эко-

номические сектора. Таким образом, новый подход к денежно-кредитной политике накладывает ограничения не только на цели, но и на инструменты.

Опыт проведения политики инфляционного таргетирования в течение последних десятилетий показывает, что для многих стран результаты оказались разочаровывающими. В ряде стран инфляция действительно снизилась, но остается неясным, в какой степени это снижение было связано с действиями денежных властей, а в какой — отражало общемировую тенденцию по сокращению инфляции (Ball и Sheridan, 2003; Roger и Stone, 2005). Кроме того, даже если денежно-кредитная политика и добилась успехов в области снижения инфляции, это не привело к улучшению ситуации с занятостью и существенному увеличению темпов экономического роста в большинстве стран.

В целом можно сказать, что показатели экономического развития стран, которые, последовав рекомендациям, перешли к таргетированию инфляции и стали проводить жесткую денежно-кредитную политику (часто с высоким уровнем реальных процентных ставок), сокращать государственное вмешательство в экономику, осуществлять внешнеторговую и финансовую либерализацию и привлекать иностранные инвестиции для компенсации низкого уровня внутренних сбережений, оказались ниже ожидаемых. Основной вывод заключается в том, что вопреки утверждениям сторонников «ортодоксального» подхода поддержание ценовой стабильности не ведет автоматически к созданию новых рабочих мест и экономическому росту.

Удивительно, но, несмотря на столь скромные результаты, политика, ориентированная на контроль за инфляцией, получает все большую поддержку среди экспертов в области денежно-кредитной политики и распространение в развивающихся странах. Это происходит вопреки тому, что проблема инфляции в мире постепенно ослабевает и на первый план все чаще выходит проблема безработицы. Согласно недавнему докладу МВФ, все большее число центральных банков в развивающихся странах планирует перейти к инфляционному таргетированию (см. Таблицу 1). Из 88 стран, представленных в докладе, более половины заявили о своих планах перейти (в явном или неявном виде) к данному режиму денежно-кредитной политики (Battini, и др., 2006). Что еще

Таблица 1. Страны, перешедшие к инфляционному таргетированию

Страны	Дата перехода к инфляционному таргетированию, год (квартал)	Темпы инфляции в момент перехода, % в год	Текущий целевой уровень инфляции, % в год	Официальные инструменты политики
Развивающиеся страны				
Израиль	1997(2)	8,5	1-3	Базовая ставка «овернайт»
Чехия	1998(1)	13,1	3 (+/-1)	Ставка репо
Польша	1998(4)	9,9	2,5 (+/-1)	Ставка ЦБ (28 дней)
Бразилия	1999(2)	3,3	4,5 (+/-2)	Ставка «овернайт»
Чили	1999(3)	2,9	2-4	Ставка «овернайт»
Колумбия	1999(3)	9,3	5 (+/-0,5)	Ставка репо
Южная Африка	2000(1)	2,3	3-6	
Таиланд	2000(2)	1,7	0-3,5	Ставка репо (14 дней)
Корея	2001(1)	3,2	2,5-3,5	Ставка «овернайт»
Мексика	2001(1)	8,1	3 (+/-1)	Ставка по облигациям Казначейства
Венгрия	2001(2)	10,5	3,5 (+/-1)	Депозитная ставка (2 недели)
Перу	2002(1)	-0,8	2,5 (+/-1)	
Филиппины	2002(1)	3,8	5-6	Ставка обратного репо
Словакия	2005(1)	3,2	3,5 (+/-1)	
Индонезия	2005(3)	7,8	5,5 (+/-1)	Ставка по облигациям ЦБ
Румыния	2005(3)	8,8	7,5 (+/-1)	
Турция ^а	2006(1)	7,8	5 (+/-2)	Ставка «овернайт»
Турция ^б	2001(2)	82,0	н.д.	
Развитые страны				
Новая Зеландия	1990(1)	7,0	1-3	Основная процентная ставка
Канада	1991(1)	6,2	1-3	Ставка фондов «овернайт»
Великобритания	1992(4)	3,6	2	Ставка репо
Швеция	1993(1)	4,8	2 (+/-1)	Ставка репо
Австралия	1993(2)	1,9	2-3	Основная процентная ставка
Исландия	2001(1)	3,9	2,5	
Норвегия	2001(1)	3,7	2,5	
Страны, которые в будущем могут перейти к политике инфляционного таргетирования				
В краткосрочном периоде (1—2 года): Коста-Рика, Египет, Украина				
В среднесрочном периоде (3—5 лет): Албания, Армения, Ботсвана, Доминиканская Республика, Гватемала, Маврикий, Уганда, Ангола, Азербайджан, Грузия, Молдова, Сербия, Шри-Ланка, Вьетнам, Замбия				
В долгосрочном периоде (более 5 лет): Белоруссия, Китай, Кения, Киргизия, Молдавия, Сербия, Шри-Ланка, Вьетнам, Замбия, Боливия, Гондурас, Нигерия, Папуа Новая Гвинея, Судан, Тунис, Уругвай, Венесуэла				

Источник: Vatini et. al., 2006.

Примечания

^аВ соответствии с официальной датой перехода к политике инфляционного таргетирования в Турции.

^бЦентральный банк Турции объявил «невное инфляционное таргетирование» после кризиса в феврале 2001 г.

более характерно, около 75% развивающихся стран выразили твердое намерение проводить полное инфляционное таргетирование (*full-fledged inflation targeting*) до конца 2010 г. В целях популяризации данного режима МВФ оказывает обширную консультационную помощь развивающимся странам и планирует расширять эту деятельность в будущем (Таблица 1). Кроме того, МВФ рассматривает возможность изменить собственные процедуры и программы мониторинга экономического развития стран и включить в них целевые показатели инфляции. Таким образом, несмотря на незначительные успехи инфляционного таргетирования в обеспечении экономического роста, создании новых рабочих мест и сокращении бедности, а также при отсутствии единого мнения относительно способности такой политики действительно повлиять на снижение инфляции, процесс перехода развивающихся стран к инфляционному таргетированию набирает обороты. Отчасти популярность политики таргетирования инфляции объясняется усилиями, прилагаемыми к ее продвижению МВФ и академическим сообществом западных экономистов.

Тезис о том, что проведение стабилизационной политики является приоритетной задачей центрального банка, кажется очевидным, однако анализ исторического опыта может поставить его под сомнение. Фактически переход центральных банков к такого рода политике представляет собой резкий отказ от исторически присущих им функций, примеры которых можно встретить не только в развивающихся, но и в развитых странах (Epstein, 2006). Содействие экономическому развитию являлось важной функцией центральных банков на заре экономического развития современных индустриальных держав. Кроме этого, такая политика активно использовалась во многих развивающихся странах после Второй мировой войны. Однако в настоящее время цели экономического развития сняты с повестки дня денежно-кредитной политики развивающихся стран.

Цель данной статьи — обосновать необходимость возвращения центральному банку исторически присущих ему функций. В частности, мы утверждаем, что создание рабочих мест и более высокие темпы экономического роста должны быть такими же ключевыми целями политики денежных властей, как поддержание ценовой стабильности. Кроме этого в данной работе доказы-

вается, что отказ от инфляционного таргетирования (которое приобретает все большую популярность в мире) в пользу более сбалансированной политики является желательным и вполне осуществимым. Конечно, мы не отрицаем, что стабилизационная политика (в том числе поддержание низкого уровня инфляции) имеет важное значение для экономического развития. В действительности, как показывает история, некоторые центральные банки заходили слишком далеко, игнорируя необходимость стабилизационной политики, что приводило к катастрофическим последствиям. Но это вовсе не означает, что оптимальной является противоположная крайность — полный отказ центрального банка участвовать в экономическом развитии. В данной работе мы стараемся доказать, что соблюдение баланса между выполнением двух функций по стабилизации и развитию на самом деле необходимо и вполне достижимо. Факты, изложенные выше, убеждают, что для многих стран в настоящее время предпочтительной целью денежно-кредитной политики является создание новых рабочих мест.

В следующей главе мы кратко рассматриваем макроэкономические эффекты от введения инфляционного таргетирования. Третья глава посвящена роли валютного курса как одного из ключевых макроэкономических показателей и обсуждению различных теорий курсообразования. Особое внимание в данной главе уделяется влиянию валютного курса на экономическое развитие и понятию стабильного и конкурентоспособного валютного курса. В третьей главе отмечается важный вклад, сделанный Taylor (2004), в критический анализ концепции дуальности экономической политики, представленной в модели Манделла-Флеминга, и пресловутой *трилеммы*. В четвертой главе мы рассматриваем различные альтернативы политике центрального банка, ориентированной на контроль за инфляцией, на основе результатов межстрановых исследований в рамках проекта, реализованного при поддержке UN/DESA²⁶ и других организаций. В этой главе мы показываем, что существуют вполне реальные и полезные для общества альтернативы инфляционному таргетированию, включая

²⁶UN/DESA (United Nations Department of Economic and Social Affairs) — Департамент по экономическим и социальным вопросам ООН (прим. ред.).

стратегии, направленные на создание рабочих мест, и делаем вывод, что разработка подобных стратегий должна быть продолжена. В пятой главе приводятся заключительные выводы.

II. Макроэкономические эффекты инфляционного таргетирования

В политике полного инфляционного таргетирования (full fledged inflation targeting) традиционно выделяют пять основных элементов: отсутствие других номинальных «якорей» (т. е. целей) денежно-кредитной политики, таких, как валютный курс или номинальный ВВП; институциональная нацеленность на поддержание стабильности цен; отсутствие приоритета бюджетной политики; политическая независимость в выборе инструментов денежно-кредитной политики; прозрачность и подотчетность центрального банка (Mishkin и Schmidt-Hebbel, 2001, стр. 3; Bernanke и др., 1999). На практике, однако, лишь немногие центральные банки проводят политику полного инфляционного таргетирования, остальные предпочитают концентрировать усилия на снижении инфляции, но при этом не осуществляют других (институциональных) изменений в своей политике. В большинстве случаев центральные банки формулируют цель проводимой политики как «обеспечение ценовой стабильности». Это понятие чаще всего ассоциируется с определением, данным Аланом Гринспэном (бывшим председателем Федеральной резервной системы США), который охарактеризовал стабильность цен как «уровень инфляции, который является настолько низким, что не влияет на решения, ежедневно принимаемые домохозяйствами и предпринимателями». Помимо наличия перечисленных выше элементов инфляционное таргетирование предполагает внесение изменений в законодательство о центральном банке, направленных на обеспечение его независимости (Bernanke и др., 1999, стр. 102; Mishkin и Schmidt-Hebbel, 2001, стр. 8).

Большинство исследований, в которых анализируется опыт введения инфляционного таргетирования, основывается на сравнении экономических показателей стран, введших и не введших у себя данный режим, а также содержит оценку того, под

воздействием каких факторов (введение данного режима или влияние прочих экзогенных факторов) снижалась инфляция в странах инфляционного таргетирования. С одной стороны, существуют доказательства, подтверждающие, что введение инфляционного таргетирования действительно приводит к снижению инфляции. Хотя стоит отметить, что такая политика оказалась не способна снизить инфляцию до уровня промышленно развитых стран, которые использовали альтернативные режимы денежно-кредитной политики (Ball и Sheridan, 2003; Bernanke, и др., 1999; Mishkin и Schmidt-Hebbel, 2001). Помимо потенциального воздействия на инфляцию переход центрального банка к политике инфляционного таргетирования может привести к качественным изменениям, связанным с улучшениями в области раскрытия информации, повышения прозрачности и подотчетности его деятельности. Несмотря на скрытые издержки открытости, денежные власти, перешедшие к режиму инфляционного таргетирования, со временем начали публиковать отчеты по инфляции, протоколы совещаний по вопросам денежно-кредитной политики, прогноз инфляции на основе собственных эконометрических моделей. Все эти действия получили положительную оценку со стороны финансового сообщества (как национального, так и зарубежного) и были направлены на повышение предсказуемости в формировании ожиданий относительно будущих цен на финансовые активы. Кроме этого значительно снизилась степень воздействия, оказываемого колебаниями валютного курса на показатели инфляции, а цены на потребительские товары стали более устойчивыми к шокам (Edwards, 2005; а также McCauley, 2003; Mishkin и Schmidt-Hebbel, 2001).

В то же самое время мы не располагаем информацией о том, какое влияние оказало введение режима инфляционного таргетирования на рост потенциального выпуска, показатели занятости, бедности и неравенства. Bernanke и др. (1999) и Epstein (2000), например, приводят доказательства того, что инфляционное таргетирование не способствовало уменьшению издержек, связанных со снижением потенциального объема выпуска, по сравнению с другими режимами денежно-кредитной политики. По-видимому, введение инфляционного таргетирования не повышает доверия к политике центрального банка и, следовательно, не ведет к сниже-

нию коэффициента потерь²⁷ (sacrifice ratio). С другой стороны, Corbo и др. (2001), проведя эконометрическое исследование большой выборки стран, пришли к выводу, что после введения инфляционного таргетирования коэффициент потерь в развивающихся странах снизился. Они также отметили, что введение инфляционного таргетирования привело к снижению волатильности выпуска как в развивающихся, так и в промышленно развитых странах. Данный вывод соответствует результатам недавнего исследования специалистов МВФ, которые показали, что в странах инфляционного таргетирования увеличение стабильности цен не сопровождалось снижением стабильности реальных переменных (real variables), таких, как реальный ВВП. Согласно этим оценкам, инфляционное таргетирование действительно повышает уровень экономической стабильности по сравнению с другими режимами денежно-кредитной политики, такими, как фиксированный валютный курс и т.д.

Приведенные выше результаты исследований заслуживают пристального внимания, однако они достоверны лишь настолько, насколько достоверна эконометрическая модель, на основе которой были получены эти результаты. Кроме того, данные результаты необходимо рассматривать в контексте вопросов, поставленных авторами в своих исследованиях. И в этой связи результаты исследования МВФ являются довольно спорными. Во-первых, не проводилось сравнения эффектов инфляционного таргетирования и других возможных режимов денежно-кредитной политики, в частности режима реального таргетирования (real targeting regime), описание которого будет представлено ниже. Во-вторых, исследовательская модель базировалась на оценке потенциального выпуска, который, в свою очередь, зависит от выбранного режима денежно-кредитной политики (см., например, Tobin, 1980). Таким образом, если денежно-кредитная политика замедляет темпы роста фактического и потенциального выпуска, то она, следовательно, уменьшает разрыв между этими двумя показателями, тем самым как бы стабилизируя экономику. На самом деле такая

²⁷Коэффициент потерь (sacrifice ratio) — показатель издержек политики по снижению инфляции: показывает, на сколько процентов снижается реальный объем выпуска при снижении инфляции на 1 процентный пункт (прим. ред.).

стабилизация достигается за счет замедления экономического роста. Это подталкивает нас к мысли о том, что, если инфляционное таргетирование и способствует стабилизации, стабилизация не является единственной задачей центральных банков, кроме нее существуют задачи по обеспечению экономического роста, созданию рабочих мест и борьбе с бедностью. Однако в рамках исследования МВФ не проводилась оценка того, какое влияние оказывает инфляционное таргетирование на темпы экономического роста, показатели занятости или качество рабочих мест.

Общее представление об экономическом развитии стран, проводивших политику инфляционного таргетирования, может быть получено на основе данных, приведенных в Таблицах 2 и 3. В Таблице 2 показано сравнение среднегодовых показателей темпов экономического роста, уровня безработицы, сальдо торгового баланса и валютных резервов центральных банков в странах до и после введения в них инфляционного таргетирования. В Таблице 3 представлены показатели инфляции, валютного курса и процентных ставок.

Как уже было отмечено выше, с точки зрения темпов экономического роста результаты введения инфляционного таргетирования являются достаточно противоречивыми. Данные в Таблице 2 свидетельствуют, что в семи из двадцати одной рассмотренной страны было отмечено снижение темпов роста; еще в трех странах (Канаде, Венгрии и Таиланде) темпы роста практически не изменились. Конечно, необходимо признать, что весьма трудно отделить эффекты введения режима инфляционного таргетирования от действия других внешних и внутренних факторов. Одним из таких факторов может являться общее ускорение темпов роста мировой экономики, вызванное чрезмерным увеличением расходов домашних хозяйств. После периода активного расширения инвестиций в секторе телекоммуникаций и информационных технологий в конце 1990-х гг. мировой финансовый рынок вступил в новую фазу своего развития. Так, по данным Института международных финансов, чистый приток капитала в развивающиеся страны увеличился с 47 млрд долл. в 1998 г. до 400 млрд долл. в 2006 г., что является рекордным показателем по сравнению с последним пиком, достигнутым в 1997 г. перед наступлением азиатского кризиса.

Таблица 2. Отдельные макроэкономические показатели стран, перешедших к инфляционному таргетированию

Страна	Год перехода к инфляционному таргетированию	Темп экономического роста		Уровень безработицы		Сальдо торгового баланса (млн долл. США)		Иностранные резервы центрального банка (млн долл. США)	
		До*	После*	До	После	До	После	До	После
Новая Зеландия	1990	2,7	3,0	4,2	6,9	755,3	733,9	2897,9	4623,2
Канада	1991	2,9	2,8	8,4	8,7	8254,9	28643,9	11964,0	24256,0
Великобритания	1992	2,2	2,7	7,4	5,2	-29,8	-52,4	39666,5	37408,5
Швеция	1993	0,8	2,7	2,8	6,1	5075,4	16810,5	15399,0	18521,8
Австралия	1994	2,2	3,9	8,6	7,3	430,0	-5842,6	13777,9	20337,1
Израиль	1997	5,8	3,1	8,5	9,4	-6054,3	-3892,6	7567,3	24421,1
Чехия ^а	1998	4,5	3,2	4,0	8,9	-3250,9	-1601,2	9172,5	21686,5
Польша	1998	7,9	3,7	14,3	16,7	-4567,0	-7852,7	12591,8	31581,8
Бразилия ^б	1999	3,2	2,3	7,0	9,8	-2200,8	16718,6	47701,3	42304,5
Колумбия	1999	3,3	2,3	11,1	15,8	-2390,7	1245,9	7567,3	24421,1
Мексика	1999	1,7	4,8	2,7	1,9	-135,9	-7625,3	20630,9	51396,6
Южная Африка ^в	2000	2,6	3,8	4,9	27,7	2711,4	2663,3	15860,0	9580,0
Швейцария	2000	1,4	1,7	4,1	3,1	1929,8	6342,3	38277,1	40646,5
Таиланд	2000	1,5	1,7	1,9	2,4	2873,3	9074,5	32556,1	40474,8
Корея	2001	4,6	4,5	4,4	3,7	13749,8	24251,8	55299,5	157739,2
Венгрия	2001	4,2	4,2	8,0	6,1	-1993,7	-2525,8	9918,1	13652,1
Перу ^г	2002	2,0	5,2	7,8	10,2	-1075,2	2270,7	9264,8	11222,9
Филиппины	2002	3,1	5,1	10,2	11,5	-5873,6	-6152,8	11281,6	14006,6
Индонезия	2005	4,6	5,6	6,5	10,3	23249,2	22368,0	31326,7	32989,2
Турция ^д	2006	4,5	7,8	9,9	10,4	-16335,0	-27980,0	33237,4	56990,4
Турция ^е	2001	4,0	4,5	6,6	10,0	-14301,6	-16335,0	20083,4	33237,4

Источник: Международный валютный фонд (МВФ) и Азиатский банк развития (АБР).

Примечания

* До: среднегодовой темп прироста за период в течение 5 лет до перехода к политике инфляционного таргетирования; после: среднегодовой темп прироста за период от перехода к политике инфляционного таргетирования до наших дней.

^аПериод до инфляционного таргетирования составляет 1994—1997 гг. для показателей экономического роста в Чехии.

^бПериод до инфляционного таргетирования составляет 1996—1998 гг. для показателей валютных резервов в Бразилии.

^вПериод после введения инфляционного таргетирования составляет 2003—2004 гг. для показателей безработицы в Южной Африке.

^гДля показателей безработицы в Перу период до инфляционного таргетирования составляет 1994—1997 гг., а после инфляционного таргетирования — 1999—2004 гг.

^дДата официального перехода к политике инфляционного таргетирования в Турции — это 2006 г. Однако Центральный банк Турции объявил политику «невяного инфляционного таргетирования» после кризиса февраля 2001 г.

В отличие от темпов экономического роста связь между переходом к инфляционному таргетированию и уровнем безработицы носит более определенный характер: в целом после этого перехода в странах был отмечен рост безработицы. Только в трех странах (Чили, Мексике и Швейцарии) имело место умеренное снижение безработицы по сравнению с периодом, предшествующим введению инфляционного таргетирования. Особенно странным выглядит тот факт, что показатели занятости ухудшились в странах, достигших высоких темпов экономического роста (Филиппинах, Перу, Турции и Южной Африке). Это позволяет предположить, что в целом проблема безработицы, актуальность которой в последние годы в мире заметно возросла, не обошла стороной и страны инфляционного таргетирования.

Изменения сальдо торгового баланса после перехода к инфляционному таргетированию носили достаточно противоречивый характер. Из 21 страны в десяти случаях было отмечено увеличение сальдо торгового баланса. При этом в нашей выборке представлены страны как со значительным дефицитом (Турция, Филиппины, Мексика и Австралия), так и со значительным профицитом торгового сальдо (Бразилия, Корея, Таиланд, Канада и Швеция). Изменения сальдо торгового баланса в большой степени связаны с динамикой валютного курса. Данные о динамике валютных курсов представлены в Таблице 3.

Данные Таблицы 3 позволяют составить представление о динамике валютного курса в различных странах. После корректировки значений валютного курса с учетом уровня инфляции можно отметить общую тенденцию к росту реального валютного курса в период после введения инфляционного таргетирования. Наиболее высокие темпы роста реального валютного курса были характерны для Мексики, Индонезии и Турции. В то же самое время Бразилия и в некоторой степени Колумбия осуществляли активную политику поддержки экспорта и сохраняли курс национальных валют на заниженном уровне. В Чехии, Швейцарии и Венгрии было отмечено номинальное удорожание национальной валюты, а в Корее валютный курс оставался стабильным.

Таблица 3. Макроэкономические ценовые индикаторы в странах, проводивших политику инфляционного таргетирования

Страна	Год перехода к инфляционному таргетированию	Индекс потребительских цен		Обесценение обменного курса ¹		Процентная ставка центрального банка ²		Процентная ставка по государственным ценным бумагам ³	
		До*	После*	До	После	До	После	До	После
Новая Зеландия	1990	11,6	2,2	4,0	1,6	18,6	7,7	13,7	7,3
Чили ⁴	1991	19,7	7,2	13,7	3,2	„	7,2	3,6	2,6
Канада	1991	4,5	2,1	-3,1	0,4	10,5	4,7	10,3	4,6
Великобритания	1992	6,4	2,6	4,1	0,4	11,9	5,6	11,4	5,4
Швеция	1993	6,9	1,5	-1,6	2,7	9,7	3,2	11,9	4,3
Австралия ⁶	1994	4,2	2,5	-2,8	1,5	11,3	5,8	10,4	6,6
Израиль	1997	11,3	3,1	7,1	4,0	13,3	8,1	12,8	8,1
Чехия ⁸	1998	9,1	3,1	2,5	-3,0	11,0	3,8	9,1	4,0
Польша ⁷	1998	24,1	4,7	19,6	0,2	25,7	10,9	25,9	16,3
Бразилия	1999	819,2	7,9	391,1	13,4	36,6	23,6	32,3	20,3
Колумбия	1999	20,4	7,5	10,9	8,0	38,8	14,1	21,9	9,5
Мексика	1999	24,5	7,2	27,3	2,7	32,0	12,2	27,7	11,0
Таиланд	2000	5,1	2,2	9,6	1,2	10,0	3,8	9,8	5,3
Южная Африка ⁴	2000	7,3	5,1	11,7	2,6	15,9	9,6	14,6	9,3
Швейцария	2000	0,8	1,0	2,4	-2,7	1,0	1,1	1,7	1,3
Корея	2001	4,0	3,3	10,0	-1,6	3,8	2,3	10,5	5,4
Венгрия	2001	15,2	5,9	17,6	-6,5	17,2	9,3	17,5	9,2
Перу	2002	5,0	1,9	3,4	3,3	14,3	3,9	8,8	1,4
Филиппины	2002	6,3	5,0	15,0	2,0	11,4	6,0	11,5	6,2
Индонезия	2005	8,0	10,5	1,8	8,6	12,2	12,8	12,1	8,1
Турция ⁷	2006	28,3	10,5	22,0	9,3	40,0	18,0	43,1	21,0
Турция ⁸	2001	74,1	28,3	64,2	22,0	60,8	41,0	98,0	43,8

Источник: МВФ.

Примечания

* До: среднегодовой темп прироста за период в течение 5 лет до перехода к политике инфляционного таргетирования; после: среднегодовой темп прироста за период от перехода к политике инфляционного таргетирования до текущего момента времени.

¹«+» означает номинальное обесценение национальной валюты. Среднегодовое значение рыночного валютного курса используется для следующих стран: Соединенного Королевства, Канады, Турции, Австралии, Новой Зеландии, Бразилии, Перу, Израиля, Индонезии, Кореи и Филиппин; среднегодовое значение официального валютного курса используется для: Колумбии, Таиланда, Венгрии, Польши и Швейцарии. В Южной Африке, Мексике и Чехии действовали множественные валютные курсы и для расчета были выбраны основные из них (principal rate).

²Швеция, Новая Зеландия, Канада: банковская ставка; Мексика: ставка по банковскому акцепту.

³Колумбия: Interbankaria TBS; Перу и Чили: ставка по сберегательным депозитам; Новая Зеландия: трехмесячные казначейские облигации; Индонезия: процентная ставка по трехмесячному депозиту; Корея: процентная ставка по облигациям национальной палаты (National Housing Bond Rate); Таиланд: ставка доходности государственных облигаций (Government Bond Yield Rate).

¹Период после введения инфляционного таргетирования включает 1993—2005 гг.; период до введения инфляционного таргетирования включает 1987—1990 гг.

²По казначейским обязательствам: период после введения инфляционного таргетирования включает 1994—2000 гг.; процентная ставка центрального банка: период после введения инфляционного таргетирования включает 1994—1995 гг.

³Период до введения инфляционного таргетирования включает 1994—1997 гг.

⁴Казначейские обязательства: период после введения инфляционного таргетирования включает 1998—2000 гг.

⁵Казначейские обязательства: период до инфляционного таргетирования включает 1994—2000 гг.

⁶Дата официального перехода к политике инфляционного таргетирования в Турции — это 2006 г. Однако Центральный банк Турции объявил политику «неявного инфляционного таргетирования» после кризиса февраля 2001 г.

Общая тенденция роста курса национальных валют, по всей видимости, связана с расширением притока иностранного капитала, который произошел в результате возникновения большого объема свободных ресурсов в мировой финансовой системе. Поскольку при переходе к инфляционному таргетированию центральные банки отказывались от регулирования валютного курса, приток капитала создавал объективные предпосылки для роста курса национальных валют. При этом остаются загадкой причины быстрого и очень значительного роста валютных резервов в этих странах. Как показано в двух последних столбцах Таблицы 2, после введения режима инфляционного таргетирования валютные резервы центральных банков значительно увеличились. Особенно существенным было увеличение резервов в Корее, Филиппинах и Израиле, где зафиксирован пятикратный рост валютных резервов. И только в Бразилии и Великобритании объемы резервов сократились²⁸.

Рост валютных резервов в странах, проводивших политику инфляционного таргетирования, с трудом поддается объяснению, поскольку отказ от валютных интервенций центрального банка и установление плавающего валютного курса являются неотъемлемой частью политики инфляционного таргетирования. Таким образом обеспечивается свобода денежно-кредитной политики, и у денежных властей пропадает необходимость формировать валютные резервы, чтобы поддерживать валютный курс на заданном уровне. Критики режима инфляционного таргетирования утвер-

²⁸Снижение резервов в Бразилии может быть частично связано с недавним решением (в конце 2005 г.) правительства Лулы осуществить досрочное погашение долга перед МВФ за счет валютных резервов.

ждает, что центральным банкам необходимо формировать валютные резервы для «поддержания стабильности цен в случае возможных шоков». Однако «поддержание стабильности цен» за счет формирования крупных и достаточно дорогих финансовых ресурсов, которые фактически лежат мертвым грузом в резервах центрального банка, вызывает сомнения и требует дополнительного обоснования с экономической и социальной точек зрения, особенно в период сохраняющейся на высоком уровне безработицы и медленного роста инвестиций.

Теперь обратимся к более подробному рассмотрению отдельных вопросов валютной политики.

III. Роль валютного курса в рамках политики инфляционного таргетирования

Введение плавающего валютного курса часто указывают как одно из условий, необходимых для перехода к режиму инфляционного таргетирования. При такой политике центральный банк ограничивает свою деятельность на валютном рынке, проводя валютные интервенции только в том случае, когда это требуется для обеспечения ценовой стабильности.

В настоящее время словосочетания «гибкость валютного курса» и «режим плавающего валютного курса» стали одним из лозунгов денежно-кредитной политики, и для многих экономистов политика центрального банка отныне ассоциируется прежде всего с регулированием процентной ставки. Изменения валютного курса при этом отдаются на откуп глобальным финансовым рынкам. При этом совершенно очевидно, что за последние десять лет роль валютного курса в качестве параметра, способствующего корректировке экономики, возросла. В то же самое время роль процентных ставок и резервов как инструментов предотвращения шоков значительно снизилась²⁹ (см. таблицу 2, представленную выше).

²⁹Однако обратите внимание на общую тенденцию увеличения валютных резервов центральных банков. Оценка необходимости накопления резервов (с точки зрения социальных последствий) и оптимальности такой политики (с точки зрения экономических эффектов) должна являться предметом дополнительных исследований.

При обсуждении валютной политики возникает ряд вопросов: в чем заключается роль валютного курса в общей макроэкономической политике при переходе к инфляционному таргетированию? При каких условиях центральный банк должен реагировать на резкие колебания курса на валютном рынке? И, наверное, наиболее важный вопрос: если валютные интервенции признаются необходимыми для устранения воздействия внешних шоков, каким образом должны проводиться подобные интервенции?

Для сторонников режима инфляционного таргетирования ответ на перечисленные выше вопросы прост: центральные банки не должны ставить цели по уровню валютного курса, хотя могут воздействовать на волатильность этого показателя в той степени, в которой это способствует проведению антиинфляционной политики. Однако в данном вопросе существуют некоторые нюансы. Сторонники крайней точки зрения считают, что центральные банки должны вмешиваться в процесс курсообразования на валютном рынке только в том случае, если изменения валютного курса способны повлиять на достижение целевых показателей инфляции. В любом другом случае проведение валютных интервенций противоречит политике инфляционного таргетирования. Данную точку зрения в своих работах поддержали Bernanke и др. (1994) и Fischer (2001). По их мнению, инфляционное таргетирование и регулирование валютного курса являются взаимоисключающими задачами. Кроме этого проведение валютных интервенций может создать у экономических агентов ошибочное представление о конечной цели политики центрального банка и, таким образом, привести к формированию искаженных ожиданий. Противоречивые действия центрального банка могут пагубно отразиться на его авторитете, который является краеугольным камнем денежно-кредитной политики.

В то же время в экономической литературе можно встретить работы, в которых допускается сочетание инфляционного таргетирования и активной валютной политики. Как показано в работе DeBelle (2001), вполне возможно проведение гибкой политики инфляционного таргетирования, в которой валютный курс существует наравне с инфляцией в качестве конечной цели

денежно-кредитной политики. Такой режим инфляционного таргетирования также может являться ответом на существующую в развивающихся странах проблему «боязни свободного плавания» (Calvo и Reinhart, 2002). Этот термин был введен в оборот, чтобы описать довольно распространенную в развивающихся странах ситуацию, когда формальное объявление о переходе к плавающему валютному курсу не соответствует действительности и страны продолжают осуществлять регулирование валютного курса, опасаясь допустить значительные колебания данного показателя. На основе межстрановых сравнений волатильности валютного курса и волатильности процентных ставок или валютных резервов Calvo и Reinhart (2002) продемонстрировали, что показатели волатильности в развивающихся странах были ниже, чем в промышленно развитых странах. Этот результат, по мнению Calvo и Reinhart, доказывает, что, даже переходя к инфляционному таргетированию, центральные банки развивающихся стран на практике не допускают свободного плавания курса своих валют.

Теоретический анализ гибкой политики инфляционного таргетирования может быть проведен на базе расширенного *правила Тэйлора*. В частности, Taylor (2000) в своей работе показал, что валютная политика может быть потенциально включена в правило Тэйлора. Анализируя «боязнь свободного плавания», Schmidt-Hebbel и Werner (2002) осуществили эконометрическую оценку подобного расширенного правила Тэйлора для Бразилии, Чили и Мексики. Они представили правило Тэйлора для реальной процентной ставки (R_t), введя в уравнение отклонение ожидаемого темпа инфляции от предполагаемого ($\text{inf}^E - \text{inf}^T$)_t, разрыв выпуска ($Ygap_t$), падение номинального валютного курса (dep_t) и ставку по долгосрочным государственным облигациям, номинированным в иностранной валюте (B_t^G):

$$R_t = \beta_1 + \beta_2 R_{t-1} + \beta_3 (\text{inf}^E - \text{inf}^T)_t + \beta_4 Ygap_t + \beta_5 dep_t + \beta_6 B_t^G.$$

Важный вывод, который делают авторы на основе проведенных расчетов, заключается в том, что влияние обесценения национальной валюты на реальные процентные ставки оказалось незначительным, то есть нет оснований предполагать, что ва-

лютная политика рассмотренных центральных банков противоречила их антиинфляционной политике. Schmidt-Hebbel и Werner указывают на то, что центральные банки этих латиноамериканских стран не испытывали какой-либо «боязни свободного плавания» и их денежно-кредитная политика фактически соответствовала рекомендациям сторонников инфляционного таргетирования.

III-1. О необходимости поддержания стабильного и конкурентоспособного реального валютного курса

Наряду с точкой зрения, представленной в предыдущем разделе, существует альтернативная позиция, согласно которой для развивающихся стран очень важно поддерживать стабильный и конкурентоспособный реальный валютный курс независимо от условий движения иностранного капитала и требований, налагаемых режимом инфляционного таргетирования (см., например, работы Frenkel и Taylor, 2005; Galindo и Ros, 2006; Frenkel и Ros, 2006; Frenkel и Rapetti, 2006). Сторонники этой точки зрения считают, что реальный валютный курс может влиять на уровень занятости и экономику в целом через ряд каналов: (1) воздействуя на уровень совокупного спроса (*макроэкономический канал*); (2) воздействуя на стоимость труда относительно других товаров и таким образом на трудоемкость процесса производства (*канал интенсивности использования труда*); (3) оказывая влияние на уровень занятости через воздействие валютного курса на инвестиции и экономический рост (*канал развития*) (Frenkel и Ros, стр. 643—637). Несмотря на то что масштаб и даже направление эффектов этих каналов воздействия могут различаться, во многих странах, включая страны Латинской Америки, поддержание конкурентоспособного и стабильного реального валютного курса, вероятно, будет оказывать положительное влияние на занятость через различную комбинацию этих трех каналов. Как отмечают в своей работе Frenkel и Ros, для большинства стран Латинской Америки, столкнувшихся с увеличением безработицы в 1990-х гг., было характерно и значительное повышение реальных валютных курсов.

Одна из характерных особенностей, присущих либерализации счета движения капитала, — это повышение уровня доходности

внутренних активов³⁰. Такая ситуация стимулирует дальнейший приток иностранного капитала и рост курса национальной валюты, что в свою очередь приводит к еще большему притоку спекулятивного капитала на достаточно узкий внутренний финансовый рынок. Расширение доступа к иностранным заимствованиям увеличивает внутреннее (частное, как в Мексике или Корее, или государственное, как в Турции) потребление и подрывает стабильность недостаточно развитого внутреннего финансового рынка. В конце концов «финансовый пузырь» на рынке активов лопается и происходит корректировка ряда экономических показателей в виде роста реальных процентных ставок, значительной девальвации национальной валюты и сокращения совокупного спроса. Краткосрочный спекулятивный капитал покидает страну, которая при этом, как правило, сталкивается с отсутствием каких-либо традиционных инструментов, необходимых для преодоления кризиса. Более подробно этот «порочный круг» рассматривается в работах Polanyi-Levitt (2001), Adelman и Yeldan (2000), Kaminsky и Reinhart (1999), Calvo и Vegh (1999), Dornbusch, Goldfajn и Valdés (1995), Diaz-Alejandro (1985). В одной из недавних работ Taylor (1998) этот цикл получил название «цикла Нефци—Френкеля» (как продолжение исследований Neftci (1998) и Frenkel (1998)).

III-2. Процесс курсообразования

Ключевые аргументы в поддержку стабильного и конкурентоспособного валютного курса основаны на недавней (к сожалению, недостаточно оцененной) работе Taylor (2004). Taylor показывает, что валютный курс нельзя рассматривать в качестве простого показателя, который определяется условиями макроэкономического равновесия. Наиболее известная модель курсообразования представлена в работах Mundell (1963) и Fleming (1962), в которых политика фиксированного валютного курса противопоставляется плавающему валютному курсу. Согласно Taylor, в рамках этой традиционной модели предполагается, что существует неравнове-

³⁰См., например, работы Calvo, Leiderman и Reinhart (1996), Adelman и Yeldan (2000), Polanyi-Levitt (2001). Результаты эмпирических исследований масштабного притока капитала представлены также в работах Agenog и Montiel (1999); Rodrik и Velasco (2000) и Prasad и др. (2003).

сие платежного баланса, которое должно быть устранено. Приведем цитату из работы Taylor (2004, стр. 212): «<...> состояние платежного баланса определяет масштабы накопления чистых иностранных активов, однако оно не является условием равновесия. Дуализм модели Mundell-Fleming несостоятелен, и уровень валютного курса не зависит от того, какую денежно-кредитную политику (и в особенности политику в отношении валютных резервов) проводит страна». Уровень валютного курса «должен основываться на ожиданиях относительно своего значения в будущем, однако в условиях нестабильных и постоянно меняющихся ожиданий, вероятно, не следует ожидать появления стройной динамической теории курсообразования» (стр. 223).

В экономической литературе существует достаточно много стохастических моделей, в которых учитывается роль ожиданий при достижении макроэкономического равновесия. Стандартные условия арбитража, установленные в рамках непокрытого паритета процентных ставок (UIP), предполагают, что ожидаемая величина падения номинального валютного курса (ε^{EXP}) определяется разницей между внутренней процентной ставкой (i) и процентной ставкой на международном рынке (i^*).

Рассмотрим условие непокрытого паритета процентных ставок без арбитража:

$$1 + i_t = \frac{(1 + i^*)}{\varepsilon_t} \varepsilon_{t+k}^{EXP}.$$

После перегруппировки слагаемых получим:

$$i_t = i_t^* + \frac{\varepsilon_{t+k}^{EXP} - \varepsilon_t}{\varepsilon_t},$$

где вторая часть выражения в правой части представляет ожидаемую степень обесценения национальной валюты через k периодов.

Существуют различные подходы к определению возможных изменений валютного курса (ε_t) в будущем, которые могут быть разделены на операционный и спекулятивный (Frenkel и Taylor, 2005). При составлении упрощенного (слепого) прогноза ожидаемое изменение показателя ε_t будет равно фактическому измене-

нию валютного курса, и, таким образом, более низкая внутренняя процентная ставка со временем приведет к росту валютного курса. Таким образом,

$$\varepsilon \equiv \frac{d\varepsilon}{dt} < 0 \quad (\text{для случая } i < i^*).$$

Такой прогноз Frenkel и Taylor в своей работе (2005, стр. 6) называют *операционным* подходом арбитражеров с Уолл-стрит. В противоположность операционному выделяют также *спекулятивный* подход, в рамках которого ожидается снижение валютного курса в том случае, если внутренняя процентная ставка находится на более низком уровне, чем зарубежная процентная ставка.

Спекулятивный подход к определению валютного курса основывается на описанном выше *цикле Нефци—Френкеля*. Рассмотрим простое условие рыночного равновесия для рынка облигаций:

$$i = f(\varepsilon, \varepsilon^{EXP}, M),$$

где все переменные соответствуют описанным выше, а M — показатель расширения денежного предложения.

При росте показателя ε_t (который указывает на обесценивание валютного курса) внутренние долговые обязательства становятся относительно более дешевыми, чем иностранные долговые ценные бумаги. Завышенный уровень валютного курса должен быть компенсирован высокими ценами на внутренние финансовые активы и соответственно низкими процентными ставками. Если происходит повышение *ожиданий относительно обесценивания валютного курса* (ε^{EXP}), иностранные арбитражеры начинают продавать внутренние долговые обязательства и внутренняя процентная ставка i повышается. Как показывает опыт наступления кризисов 1990-х гг., спекулятивный подход более точно описывает поведение валютного курса в условиях развивающейся экономики.

Основной вывод заключается в том, что «плавающий» валютный курс не связан с фундаментальными экономическими параметрами, такими, как реальный уровень доходности или внешнеторговый дефицит, которые обеспечивали бы саморегулирование данного показателя (ε_t), и может колебаться только в результате изменения уровня процентных ставок и ожида-

ний относительно собственного значения в будущем» (Taylor, 2004, стр. 226).

Утверждение, что уровень валютного курса (\mathcal{E}_t) может в одно и то же время находиться в «равновесии» (с точки зрения соответствия спроса и предложения иностранной валюты) и «неравновесии» (в контексте общей макроэкономической ситуации), недавно было оспорено Edwards (2003 и 2001). Считается, что валютный курс находится в состоянии неравновесия, если его фактическое значение отклоняется от своего долгосрочного равновесного значения (Edwards, 2001, стр.6). Долгосрочное равновесное значение валютного курса, в свою очередь, является таким уровнем валютного курса, который для определенного набора фундаментальных экономических показателей удовлетворяет условию достижения внутреннего и внешнего равновесия³¹. Очевидно, что подобная оценка должна проводиться при помощи более сложных методов, чем паритет покупательной способности (ППС), который связан с проблемами выбора индекса цен и базового года для корректного проведения расчетов.

IV. Социально ориентированная денежно-кредитная политика как альтернатива инфляционному таргетированию

В предыдущем разделе было показано, что процесс курсообразования имеет сложный характер и необходимость переходить к плавающему валютному курсу (т. е. фактически отказаться от проведения валютной политики) в рамках инфляционного таргетирования по сути своей является необоснованной. На самом деле одна из причин, по которой политика инфляционного таргетирования приобрела так много сторонников, связана с тем, что введение этой политики освобождает денежные власти от необходимости устанавливать целевые показатели экономического роста и занятости. Существуют два основных фактора, объясняющих такое отношение к денежно-кредитной политике. Во-первых, в условиях финансовой глобализации и значительных масштабов международного движения капитала проводить

³¹Более подробное описание представлено в работе Fischer (2001).

денежно-кредитную политику становится все труднее. В частности, денежным властям может быть нелегко сочетать достижение целей по уровню денежной массы и валютному курсу с попытками стимулировать занятость. Эта ситуация достаточно часто описывается как «трилемма» денежно-кредитной политики, при которой одновременно могут выполняться только два из трех условий: наличие открытых рынков капитала, проведение политики фиксированного валютного курса и независимая денежно-кредитная политика, направленная на достижение внутренних целей экономического развития. Несмотря на то что так называемая «трилемма» денежно-кредитной политики недостаточно строго обоснована с теоретической точки зрения, на практике она действительно затрагивает некоторые важные проблемы проведения денежно-кредитной политики (см. Taylor, 2004, и Frenkel и Taylor, 2006). По нашему мнению, основная проблема в данном случае заключается в том, что представители ортодоксальной экономической теории считают доказанным тот факт, что снятие ограничений на движение капитала и проведение финансовой либерализации является наилучшим возможным решением. Однако результаты последних исследований в этой области позволяют предположить, что открытие рынков капитала может иметь серьезные негативные последствия для развивающихся стран, и многие успешные развивающиеся страны применяли широкий набор инструментов, ограничивающих движение капитала, в том числе для того чтобы избежать «трилеммы» денежно-кредитной политики (Ocampo, 2004; Epstein, Grabel и Jomo, K.S., 2005).

Среди экономистов найдется немало сторонников существования естественного уровня безработицы на рынке труда (так называемого уровня безработицы, который не вызывает роста инфляции), который автоматически обеспечивается действием рыночных сил. Предполагается, что любая попытка снизить безработицу ниже этого уровня приведет к росту инфляции. Однако существуют доказательства, свидетельствующие, что теория «уровня безработицы, который не вызывает роста инфляции» не подтверждается результатами эмпирических исследований. Даже если естественный уровень безработицы существует, он может изменяться со временем под воздействием макроэкономи-

ческой политики. При этом в некоторых случаях связь между изменением уровня безработицы и инфляции может быть асимметричной: рост безработицы приводит к сокращению инфляции, а снижение безработицы не приводит к росту инфляции. В целом естественный уровень безработицы в настоящее время перестал быть центральной темой экономических исследований. (см. Eisner, 1997; Baker, 2000; Ball и Sheridan, 2001; Ball и Mankiw, 2002; Pollin, 2005; Hall, 2005).

Далее в данной главе мы рассмотрим ряд страновых исследований, которые проводились группой экономистов в рамках проекта Института исследований политической экономики (Университет Массачусетса, г. Амхерст) и Университета Билкент, посвященного поиску альтернативы инфляционному таргетированию, а также в рамках проекта Программы развития ООН по исследованию экономической политики стимулирования занятости в Южной Африке. По результатам этих проектов был сформулирован набор рекомендаций относительно проведения денежно-кредитной политики. Рекомендации состояли как в небольших изменениях режима инфляционного таргетирования (привлечении большего внимания денежных властей к валютному курсу и изменении методики расчета индекса инфляции), так и в более кардинальном пересмотре деятельности центрального банка (включении занятости наряду с инфляцией в список целевых показателей денежно-кредитной политики). Предлагаемые изменения, как правило, касались только политики центрального банка, однако для нескольких стран были разработаны рекомендации относительно изменения не только денежно-кредитной политики, но также финансовой и бюджетной политики. В некоторых случаях эксперты предлагали установить явные цели и задачи центрального банка, а в некоторых — проводить более гибкую и в определенном смысле менее прозрачную политику. Однако во всех случаях исследователи отмечали, что в условиях развивающейся экономики следует расширять перечень задач центрального банка, включив в него не только контроль за инфляцией, но и другие ключевые параметры экономического развития, такие, как валютный курс, занятость или инвестиции. Авторы исследований сошлись во мнении, что для выполнения более широких функций центральные банки должны распола-

гать более широким набором инструментов, включая, если это необходимо, контроль за движением капитала (Osampo, 2004; Epstein, Grabel и Jomo, 2006).

IV-1. О некоторых изменениях режима инфляционного таргетирования

В некоторых страновых исследованиях, проводимых в рамках проекта Института исследований политической экономики и Университета Билкент, авторами были разработаны рекомендации относительно корректировки режима инфляционного таргетирования. Например, авторы работы, посвященной анализу денежно-кредитной политики Мексики, отметили, что введение инфляционного таргетирования позволило проводить более гибкую денежно-кредитную политику, чем установление целевых показателей по денежным агрегатам или валютному курсу (Galindo и Ros, 2006). Они предложили модифицировать режим инфляционного таргетирования таким образом, чтобы он был более ориентирован на улучшение показателей занятости. Анализируя денежно-кредитную политику Мексики, Galindo и Ros отмечают, что реакция денежных властей на изменения валютного курса характеризуется асимметричностью: при снижении валютного курса проводилась жесткая денежно-кредитная политика, однако при повышении курса денежные власти, как правило, не спешили смягчать свою политику. Все это в совокупности способствовало чрезмерному росту курса национальной валюты. Galindo и Ros предлагают проводить так называемую нейтральную денежно-кредитную политику, при которой Банк Мексики адекватно реагирует на изменения валютного курса, не создавая дополнительных предпосылок к чрезмерному росту валютного курса в рамках проводимой политики инфляционного таргетирования³².

В работе по Бразилии Nelson Barbosa-Filho предлагает внести более радикальные изменения в режим инфляционного таргети-

³²Galindo и Ros также предлагают использовать в качестве целевого показателя не индекс потребительских цен, а подиндекс, учитывающий только изменение цен на отечественную продукцию, что позволит исключить влияние изменений валютного курса на значение целевого показателя и таким образом позволит избежать склонности политики к стимулированию роста валютного курса.

рования. Он утверждает, что «<...> в связи с наличием в прошлом в Бразилии продолжительного периода высокой инфляции контроль за инфляцией должен быть сохранен для того, чтобы обеспечить более устойчивое экономическое развитие. Кроме этого введение инфляционного таргетирования в Бразилии имело положительные побочные эффекты — увеличение прозрачности и подотчетности денежных властей» (Barbosa-Filho, 2005). А далее исследователь пишет: «Основной задачей является не отказ от инфляционного таргетирования, а его модификация с тем, чтобы сделать денежно-кредитную политику более нацеленной на ускорение темпов экономического развития и обеспечение стабильности в области государственных финансов и движения иностранного капитала» (там же). В рамках новой политики, которая описывается в следующем разделе, Barbosa-Filho, как и некоторые другие участники проекта, предлагает сделать целью денежно-кредитной политики поддержание стабильного и конкурентоспособного реального валютного курса. По мнению участников проекта, такая политика способна принести значительные выгоды для развивающихся стран.

IV-2. Стабильный и конкурентоспособный реальный валютный курс

Как было отмечено выше, существует ряд работ, в которых авторы вслед за Frenkel и Taylor (2005), Frenkel и Ros (2005), Frenkel и Rapetti (2006) показывают, что центральные банки должны обеспечивать ценовую стабильность и одновременно поддерживать стабильный и конкурентоспособный реальный валютный курс (см. Frenkel и Rapetti, 2006 для Аргентины; Barbosa-Filho, 2005 для Бразилии; Galindo и Ros, 2006 для Мексики; Lim, 2006 для Филиппин; Packard, 2006 для Вьетнама). Во всех перечисленных работах авторы утверждают, что такая политика позволит улучшить показатели занятости, сохранив при этом контроль за инфляцией. Они также указывают на необходимость осуществлять контроль за движением краткосрочного капитала и применять другие формы регулирования для того, чтобы облегчить задачу денежных властей, связанную с одновременным регулированием валютного курса и сохранением низких темпов инфляции.

В работе по Бразилии Barbosa-Filho предложил более сложный режим денежно-кредитной политики, в рамках которого центральный банк поддерживает стабильный и конкурентоспособный реальный валютный курс, одновременно снижая процентную ставку до целевого значения. Указывая на значительный размер государственного долга Бразилии, Barbosa-Filho отмечает, что снижение реальной процентной ставки позволило бы сократить расходы на обслуживание долга и увеличить инвестиции в основной капитал. Что касается целей денежно-кредитной политики, Barbosa-Filho предлагает Центральному банку Бразилии принять в качестве конечных целей своей политики показатели экспорта, инфляции и инвестиций, а в качестве промежуточных целей — реальный валютный курс и уровень реальной процентной ставки.

Barbosa-Filho также рассматривает инструменты монетарной политики, которые могут быть использованы денежными властями для достижения промежуточных и конечных целей. Чтобы поддержать стабильный и конкурентоспособный реальный валютный курс, Barbosa-Filho предлагает ввести асимметричный режим управляемого плавающего валютного курса, при котором Центральный банк Бразилии определяет верхний предел возможного роста валютного курса и в случае необходимости проводит жесткую денежно-кредитную политику для предотвращения спекулятивных атак на валютный курс и последующего снижения валютного курса. Кроме того, чтобы достичь поставленных целей, Центральный банк может использовать политику процентных ставок, изменение резервных требований и нормативов достаточности банковского капитала (Barbosa-Filho, 2005).

Бразилия — не единственная страна с высоким уровнем долга, которая рассматривалась участниками проекта. Альтернативы политике инфляционного таргетирования были также рассмотрены на примере денежно-кредитной политики Турции. На основе вычислимой модели общего равновесия (computable general equilibrium model, CGE model) Voyvoda и Yeldan оценили эффекты перехода от инфляционного таргетирования к режиму, допускающему более мягкую бюджетную политику (в том числе для расширения государственных инвестиций в человеческий капитал) и валютную политику, направленную на поддержание конкуренто-

способного реального валютного курса. По их оценкам, новый режим денежно-кредитной политики обеспечивает более высокие темпы экономического роста и расширение занятости по сравнению с традиционным режимом инфляционного таргетирования, однако это достигается за счет некоторого увеличения государственного долга (Voyvoda и Yeldan, 2006).

Frenkel и Rapetti, рассматривая денежно-кредитную политику Аргентины, показывают, что политика таргетирования реального валютного курса обеспечивала более высокие темпы экономического роста и показатели занятости. В работе по Индии Jha приводит аргументы против политики инфляционного таргетирования и в пользу политики, направленной на поддержание заниженного валютного курса, возможно, проводимой в сочетании с введением ограничений на движение капитала (Jha, 2006, стр. 30—31). Как утверждает Jha, в некоторой степени предлагаемая им политика является естественным продолжением проводимой в прошлом денежно-кредитной политики Индии. Рассматривая денежно-кредитную политику Вьетнама, Packard в своей работе приходит к выводу о том, что «<...> режим инфляционного таргетирования является не самым подходящим для Вьетнама. Жесткие рамки инфляционного таргетирования ограничивают возможности денежных властей выбирать цели своей политики. Наилучшая альтернатива политике инфляционного таргетирования — поддерживать стабильный и конкурентоспособный реальный валютный курс. Такая цель является вполне осуществимой, и ее достижение способствует увеличению темпов экономического роста» (Packard, 2006).

Для денежно-кредитной политики Мексики Galindo и Ros в своей работе предлагают внести более фундаментальные изменения в политику инфляционного таргетирования. Они предлагают совместить инфляционное таргетирование с политикой таргетирования реального валютного курса (Galindo и Ros, 2006). «Политика поддержания конкурентоспособного валютного курса представляет собой периодическое установление центральным банком верхнего предела роста валютного курса (так называемый асимметричный коридор). При такой политике денежные власти проводят валютные интервенции только тогда, когда валютный курс достигает установленного потолка, в остальных случаях они про-

водят политику плавающего курса» (Galindo и Ros, 2006). Авторы указывают, что установление потолка валютного курса позволяет ограничить чрезмерный приток спекулятивного капитала, поскольку предупреждает спекулянтов о том, что центральный банк готов проводить валютные интервенции для недопущения роста курса национальной валюты. Galindo и Ros, так же как и другие участники проекта, отмечают возможность введения временных ограничений на движение капитала в случае возникновения такой необходимости.

IV-3. Более кардинальные альтернативы политике инфляционного таргетирования

В других страновых исследованиях были предложены более кардинальные альтернативы режиму инфляционного таргетирования. В своей работе Joseph Lim выдвинул альтернативы инфляционному таргетированию для денежно-кредитной политики Филиппин. По его мнению, несмотря на то что правительство Филиппин в целом проводило политику, направленную на ускорение темпов экономического роста, денежно-кредитная политика фактически противоречила этой цели. Lim предлагает альтернативный режим денежно-кредитной политики, который «представляет собой нечто большее, чем просто переход от таргетирования денежных агрегатов к инфляционному таргетированию». Как утверждает Lim, при разработке денежно-кредитной политики для Филиппин необходимо принимать во внимание следующее: 1) мягкая денежно-кредитная политика сама по себе не способна стимулировать инвестиции или экономический рост, поскольку она, как правило, сопровождается снижением доверия инвесторов и ужесточением требований к банкам; 2) возможности использования бюджетной политики ограничены из-за значительного размера государственного долга; 3) более высокие темпы экономического роста не обязательно способствуют повышению качества жизни, т. е. созданию новых более высокооплачиваемых рабочих мест; 4) неустойчивость платежного баланса и колебания валютного курса ограничивают темпы и качество экономического роста.

Lim предлагает следующие меры: 1) поддерживать стабильный и конкурентоспособный валютный курс либо за счет фикс-

сации валютного курса, либо за счет его активного регулирования (например, как в Корее); 2) установить ограничения на движение капитала, если это необходимо для целей валютной политики (в виде строгого контроля за уровнем краткосрочного внешнего долга и введения налогообложения операций, связанных с притоком краткосрочного капитала, по примеру Чили); 3) четко объявить об отказе от инфляционного таргетирования и установлении показателей выпуска и занятости в качестве целей денежно-кредитной политики (по мнению Lim, указанные три меры будут способствовать решению проблем большого дефицита бюджета, низкого доверия инвесторов и высокого уровня безработицы на Филиппинах); 4) проводить политику в области доходов и антимонопольную политику, которые способствуют снижению инфляции; 5) внедрить программы целевого кредитования, особенно в экспортно ориентированных отраслях и для малых и средних предприятий, направленные на стимулирование роста производительности труда и занятости.

Представленные выше рекомендации относительно режимов денежно-кредитной политики в целом соответствуют тем, которые были предложены в работе Epstein (2006) для Южной Африки и были дополнены в работе Pollin и др. (2006). Pollin и др. предложили «экономическую программу, ориентированную на занятость» (employment-targeted economic program), в рамках которой они объединили денежно-кредитную политику, политику кредитования экономики, политику по управлению активами, бюджетную и промышленную политику. Цель предлагаемой авторами программы — снизить безработицу на 50%, что соответствует планам правительства по доведению официального уровня безработицы до 13% к 2014 г.³³ В данном случае на смену инфляционному таргетированию приходит «таргетирование занятости» (employment targeting), а инфляция из основной цели превращается в дополнительный параметр, который должны контролировать денежные власти при достижении своей основной цели (Epstein, 2006).

³³В марте 2005 г. уровень безработицы в Южной Африке составлял, по различным оценкам, от 26 до 40%.

V. Заключение

В данной работе был представлен критический взгляд на новое явление в современной денежно-кредитной политике под названием «инфляционное таргетирование». Согласно традиционной (ортодоксальной) точке зрения в условиях абсолютной мобильности капитала и плавающего валютного курса единственной целью центрального банка является контроль за инфляцией при одновременном отказе от достижения других целей макроэкономического развития. Оставив в стороне обсуждение обоснованности такого режима денежно-кредитной политики с теоретической точки зрения, отметим только, что переход центральных банков к использованию инфляции в качестве приоритетного целевого показателя совпал с периодом, когда мировая экономика переживает существенную структурную трансформацию, которая способна привести к негативным последствиям для занятости.

Общее число рабочих, занятых в сфере промышленного производства в мире, увеличилось с 300 млн человек в 1980 г. до почти 800 млн человек в начале нового тысячелетия. Известно также, что с повышением интеграции Китая и Индии в мировую экономику и развалом социалистического блока к экономически активному населению мировой экономики добавились 1,5 млрд новых рабочих (Freeman, 2004; 2005; Акуз, 2006). По оценкам МОТ, в 2003 г. около 186 млн человек в мире оставались без работы, что является наиболее высоким показателем за всю историю наблюдений. Уровень занятости (отношение количества занятых к общему размеру населения) за последние десять лет снизился с 63,3% до 62,5%. На фоне сокращения количества рабочих мест также обострилась проблема их низкого качества. Акуз (2003) отмечает, что примерно 90% занятых в промышленности работников имеют низкий уровень квалификации и сталкиваются с большим количеством нарушений своих прав на рынке труда. По оценкам МОТ, в развивающихся странах 22% рабочих зарабатывают менее 1 долл. в день и 1,4 млрд (или 57% рабочих) зарабатывают менее 2 долл. в день. Для достижения цели развития на пороге тысячелетия по сокращению количества работающих бедных в два раза к 2015 г. необходим устойчивый экономический рост.

Таким образом, в то время как центральные банки в своей политике практически перестали обращать внимание на показатели занятости, в мире в целом проблемы безработицы и бедности обострились. Все это сопровождается расширением спекулятивных операций на финансовых рынках, деиндустриализацией Севера и деградацией экономических институтов Юга. Как отмечается в *Докладе о торговле и развитии*, подготовленном ЮНКТАД в 1998 г., «по мере увеличения роли финансового сектора по сравнению с промышленным мировая финансовая система превратилась в один из основных источников нестабильности мировой экономики. <...> В частности, либерализация финансового сектора и снятие ограничений на движение капитала превратились в один из факторов наступления кризиса в развивающихся странах» (стр. V и 55). Практически все последние случаи возникновения нестабильности на финансовых и валютных рынках указывают на то, что волатильность потоков капитала в основном была связана со значительными различиями в условиях на внутреннем и внешнем рынках. Приток иностранного капитала в экономику сменяется оттоком, если ухудшаются показатели макроэкономического развития страны. Однако эта ситуация, как правило, оказывается спровоцирована первоначальным притоком капитала, а также разного рода внешними факторами, а не изменениями в области макроэкономической политики (там же, стр. 56).

Понятно, что при таких обстоятельствах поддержание ценовой стабильности не гарантирует макроэкономической стабильности, поскольку такая политика не обеспечивает *стабильность финансовой системы*. По этому поводу можно привести цитату из работы Акууз (2006, стр. 46): «<...> причина макроэкономической нестабильности в настоящее время связана не с ситуацией на товарных рынках, а прежде всего с нестабильностью финансовых рынков, и главным вызовом для экономической политики является не уровень инфляции, а безработица и нестабильность финансовой системы».

Литература

Adelman, Irma and Erinc Yeldan (2000) 'The Minimal Conditions for a Financial Crisis: A multi-regional Inter-temporal CGE Model of the Asian crisis' *World Development*, 28(6): 1087—1100.

Akyuz, Yilmaz (2006) «From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation» Paper presented at the Carnegie Endowment for International Peace Conference, 14—15 April 2005, Washington DC.

Akyuz, Yilmaz (2003) *The Developing Countries and World Trade. Performance and Prospects*, London: ZED Books.

Akyuz, Yilmaz, Heiner Flassback and Richard Kozul-Wright (2006) «Globalization, Inequality and the Labour Market» in Ahmet Kose, Fikret Senses and Erinc Yeldan (eds) *Neoliberal Globalization as New Imperialism: Case Studies on Reconstruction of the Periphery*, New York: NOVA Science, forthcoming.

Agenor, P. and Montiel, P. (1999) *Development Macroeconomics*, New Jersey: Princeton University Press.

Amsden, Alice (2001) *The Rise of the Rest: Challenges to the West from late-Industrializing Economies*. Oxford: Oxford University Press.

Baker, Dean (2000) «NAIRU: Dangerous Dogma at the Fed» *Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, www.fmcen-ter.org, December.

Ball, L. and Sheridan, N. (2003) «Does Inflation Targeting Matter?» *IMF Working Paper* No. 03/129.

Ball, Laurence and N. Gregory Mankiw (2002) «The NAIRU in Theory and Practice», NBER, Working Paper, No. 8940.

Barbosa, Nelson H. (2005) «Inflation Targeting and Monetary Policy In Brazil». Presented at the *Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries* conference, Centro de Estudios de Estado Y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, May 13—14, 2005.

Batini, Nicoletta, Peter Breuer, Kalpana Kochhar and Skott Roger (2006) «Inflation Targeting and the IMF» IMF Staff Paper, Washington DC, March.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Adam S. Posen and Frederic S. Mishkin (1999) *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bruno, Michael (1995) «Does Inflation Really Lower Growth?» *Finance and Development*, September, 35—38.

Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart (2002) «Fear of Floating» *Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 379—408.

Calvo, Guillermo and Carlos A. Vegh (1999) «Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries» in J. Taylor and M. Woodford (ed) *Handbook of Macroeconomics*, North Holland: 1531—1614.

Calvo, G., Leiderman, L. and Reinhart, C. (1996) «Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s» *The Journal of Economic Perspectives*, 10(2): 123—139.

Canales-Kriljenko and Karl Habermeir (2004) «Structural Factors Affecting Exchange Rate Volatility: A Cross-Section Study», IMF Working Paper, WP/04/147.

Chang, Ha-Joon (2002) *Kicking Away the Ladder*. London: Anthem Press.

Corbo, Vittorio, Osca Landerretche, and Klaus Schmidt-Hebbel (2001) «Does Inflation Targeting Make a Difference?» *Central Bank of Chile Working Papers*, No. 106. <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>

Debelle, G. (2001) «The Case for Inflation targeting in East Asian Countries» p. 65—87 in *Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, Reserve Bank of Australia, Sydney

Diaz-Alejandro, Carlos F. (1985) «Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash» *Journal of Development Economics*, 19:1—24.

Dornbusch, Rudiger, Ilan Godfajn and Rodrigo Vald?s (1995) «Currency Crises and Collapses» *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 2: 219—270, June.

Edwards, Sebastian (2005) «The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited» paper prepared for the *Banco Central de Chile* Annual Research Conference, Santiago, October.

Edwards, Sebastian (2001), «Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention», NBER Working Paper No: 8529.

Eisner, Robert (1997) «A New View of the NAIRU», in P. Davidson and J. Kregel, eds. *Improving The Global Economy: Keynesianism and the Growth in Output and Employment*. Brookfield, VT: Edward Elgar Publishers.

Epstein, Gerald, (2006) «Employment Targeting Central Bank Policy in South Africa». Presented at the *Alternatives to Inflation Targeting*

Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries conference, Centro de Estudios de Estado Y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, May 13—14, 2005.

Epstein, Gerald. (2006) «Central Banks as Agents of Economic Development», WIDER Working Paper, No. 2006—54. <http://www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006—54.pdf>

Epstein, Gerald, Ilene Grabel and Jomo, K.S., (2005) «Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future». in Gerald Epstein, ed. 2005, *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Northampton: Edward Elgar Press.

Fischer, Stanley (2001) «Distinguished Lecture on Economics in Government», *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 3—24.

Fleming, J. M. (1962) «Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates» *IMF Staff Papers* 9: 369—379.

Freeman, Richard (2005) «What Really Ails Eurpoe (and America): The Doubling of the Global Workforce» *The Globalist*, June 3, 2005.

Freeman, Richard (2004) «Doubling the Global Workforce: The Challenges of Integrating China, India, and the former Soviet Block into the World Economy» Paper presented at the conference on «Doubling the Global Work Force», *Institute of International Economics*, November 8, Washington DC.

Frenkel, Roberto (2006) «An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Inflation», *Journal of Post Keynesian Economics*. Summer. Vol. 28, No. 4., p. 574—591.

Frenkel, Robert (2004) «Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico», paper prepared for the Group of 24, September. Washington, DC.

Frenkel, Roberto (1998) «Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America» Center for Policy Analysis, New School for Social Research, Working Paper Series III № 1, May.

Frenkel, Roberto and Martin Rapetti (2006) «Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse», *University of Massachusetts, Amherst, PERI Working Paper*, www.peri.umass.edu.

Frenkel, Roberto and Jaime Ros (2006) «Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America». *World Development*. Vol 34, No. 4, p. 631—646.

Frenkel, R. and L. Taylor (2006) «Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment: Economic Development in A Garden of Forking Paths», Working Paper No. 19, Department of Economic and Social Affairs (DESA), United Nations, New York, February, 2006.

Frey, Maxwell J. (1995) *Money, Interest and Banking In Economic Development*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2nd Edition.

Galindo, L.M. and Ros J. (2005) «Inflation Targeting Mexico: An Empirical Appraisal» Presented at the *Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries* conference, Centro de Estudios de Estado Y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, May 13—14, 2005.

Ghosh, A. and Phillips, S. (1998) «Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth». *IMF Staff Papers*, 45 (4), 672—686.

Grabel, Ilene (2000) «Savings, Investment and Functional Efficiency: A Comparative Examination of National Financial Complexes», in Robert Pollin, ed. *The Macroeconomics of Saving, Finance and Investment*. Ann Arbor: University of Michigan Press, p. 251—298.

Grabel, Ilene (1995) «Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in The Third World» *International Review of Applied Economics* 9(2): 127—249.

Hall, Robert E. (2005) «Separating The Business Cycle from Other Economic Fluctuations», NBER Working Paper, No. 11651, September. www.nber.org

Heintz, James (2006a) «Growth, Employment and Poverty Reduction», DFID Discussion Paper, available at: www.umass.edu/peri.

Heintz, James (2006b) «Globalization, economic policy and employment: Poverty and Gender Implications». Employment Strategy Department. Employment Strategy Papers. 2006/3. Geneva: ILO.

Ho, Corrinne and Robert N. McCauley (2003) «Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies». *Bank for International Settlements (BIS)*, Working Paper No. 130.

International Labor Office (ILO) (2004) *Global Employment Trends 2004*. Geneva: International Labor Office.

International Monetary Fund (IMF) (2004) *International Financial Statistics*. CD Rom.

Jha, Raghendra (2006) «Inflation Targeting in India: Issues and Prospects» PERI Working Paper, www.peri.umass.edu.

Kaminsky, G. L. and Reinhart, C. M. (1999) «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems» *American Economic Review* 89(3): 473—500.

Kapsos, Steven (2004) «Estimating growth requirements for reducing working poverty: can the world halve working poverty by 2015?» Employment Strategy Papers, No. 2004/14, Employment Strategy Department, Geneva: ILO.

Lim, Joseph (2006) «Philippine Monetary Policy: A Critical Assessment and Search for Alternatives Joseph Lim», PERI Working Paper, (www.peri.umass.edu)

Masson, Paul R. Miguel A. Savastano and Sunil Sharma (1997) «The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries», Washington, DC: *IMF Working Papers* WP/97/130.

Maxfield, Sylvia (1997) *Gatekeepers of Growth; The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*. Princeton: Princeton University Press.

Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel (2001) «One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?» *NBER Working Papers*, № 8397, July. (www.nber.org/papers/w8397)

Mundell, R.A. (1963) «Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates» *Canadian Journal of Economics and Political Science* № 29: 475—485.

Neftçi, Salih (1998) «FX Short Positions, Balance Sheets, and Financial Turbulence: An Interpretation of the Asian Financial Crisis» Center for Policy Analysis, New School for Social Research, Working Paper Series III № 4, June.

Ocampo, Jose Antonio (2002) «Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries». WIDER, Discussion Paper, August.

Packard, Tu Anh (2005) «Monetary Policy in Vietnam: Alternatives to Inflation Targeting» Presented at the *Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries* conference, Centro de Estudios de Estado Y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, May 13—14, 2005.

Polanyi-Lewitt, Kari (2001) «Reclaiming the Right to Development» Paper presented at the UNRISD Conference on the *Need to Rethink Development Economics*» Cape Town, September.

Pollin, Robert. 2005. *Contours of Descent*. London: Verso Press.

Pollin, Robert (1995) «Financial Structures and Egalitarian Economic Policy», in *New Left Review*, 214, p. 26—61.

Pollin, Robert N., Gerald Epstein, James Heintz and Leonce Ndikumana (2006) *An Employment-Targeted Economic Program for South Africa*; A Study Sponsored by the United Nations Development Program (UNDP), UNDP and Political Economy Research Institute (PERI). www.peri.umass

Pollin, Robert and Andong Zhu, (2006) «Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Nonlinear Analysis». *Journal of Post Keynesian Economics*. Summer. Vol. 28, No. 4., p. 593—614.

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., and Kose, A. (2003) «Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence» IMF Report, Washington D.C. www.imf.org.

Rodrik, D. (2000) «The Global Governance of Trade As if Development Really Mattered» Paper presented at the UNDP Meetings New York, Oct 13—14.

Rodrik, D. and Velasco, A. (2000) «Short-Term Capital Flows» *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1999*, December: 59—90.

Roger, Scott and Mark Stone (2005) «On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets», Washington, D.C.: *IMF, Working Paper*, WP/05/163.

Saad-Filho, Alfredo (2004) «Pro-Poor Monetary and Anti-Inflation Policies: Developing Alternatives to the New Monetary Policy Consensus», Mimeo, SOAS.

Stiglitz, Joseph (2002) «Financial Market Stability and Monetary Policy» *Pacific Economic Review* 7(1):13—30.

Taylor, J. B. (2000) «Low Inflation, Pass-through and the Pricing Power of Firms» *European Economic Review*, 7(44): 1389—1408.

Taylor, Lance (2004) *Reconstructing Macroeconomics*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Taylor, Lance (1998) «Lax Public Sector, Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises» Center for Policy Analysis, New School for Social Research, Working Paper Series III № 6 July.

Tobin, James (1980) «Stabilization Policy Ten Years After». *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 19—71.

UNCTAD (United Nations Trade and Development) (1998) *Trade and Development Report*, Geneva.

UNCTAD (United Nations Trade and Development) (1995) *Trade and Development Report*, Geneva.

Velasco, Andres (1987) «Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of Southern Cone Experience» *Journal of Development Economics*, 27(1—2): 263—283, October.

Vernango, Matias (2006) «The Political Economy of Monetary Institutions in Brazil: The Limits of the Inflation Targeting Strategy, 1999—2005» University of Utah, *mimeo*.

Voyvoda, Ebru and Erinc Yeldan (2006) «Macroeconomics of Twin-Targeting in Turkey: A General Equilibrium Analysis» PERI Working Paper (www.peri.umass.edu).