

Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал:

Взгляд из стран
с формирующимся рынком

Тематический доклад SIEMS
Институт исследования быстрорастущих рынков СКОЛКОВО

Содержание

<i>Аналитическое резюме</i>	3
<i>Введение</i>	5
<u>ИСТОРИЯ ВОПРОСА: ЛИТЕРАТУРА ОБ НЦБ</u>	<u>9</u>
<u>ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ, РЕЦЕССИЯ И ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ОБВАЛ</u>	<u>15</u>
<u>ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ НЦБ И РЕАКЦИИ НА КРИЗИС И ВОССТАНОВЛЕНИЯ</u>	
<u>ЭКОНОМИКИ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ</u>	<u>23</u>
<u>ЗАКЛЮЧЕНИЕ И ВЫВОДЫ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ: БУДУЩЕЕ НЦБ</u>	
<u>ПОСЛЕ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА</u>	<u>41</u>
<i>Приложение</i>	44
<i>Литература</i>	45

Аналитическое резюме

Центральные банки обвиняют в возникновении глобального финансово-го кризиса и одновременно хвалят за роль в его преодолении, но в какой степени их независимость в определении политики действительно влияет на экономические результаты страны? В настоящем исследовании показано: как развитые, так и развивающиеся страны с более прозрачными центральными банками были скорее склонны выдавать больше кредитов и преимущественно имели более низкие процентные ставки. Несмотря на восхваление независимости центральных банков и ее предполагаемых выгод для экономики, эта независимость, судя по всему, не оказала сколько-нибудь заметного влияния на то, как экономика пережила кризис, и фактически могла способствовать формированию вздутых цен на активы в развитых странах.

В основу настоящего исследования положен анализ данных за 1989–2008 годы по 91 стране и эффектов независимости центрального банка на различные переменные, включая темпы роста ВВП на душу населения, инфляцию и кредит частному сектору, предоставленный банковским сектором. Это исследование представляет собой новое слово в использовании нескольких разных показателей «независимости» банков, включая «индекс прозрачности», измеряющий открытость центрального банка для общественного обсуждения.

Ниже перечислены основные результаты исследования:

- длительная история независимости и прозрачности центрального банка сопряжена с более низкими процентными ставками для всех стран, тогда как быстрая смена управляющих центральными банками ведет к значительному повышению процентных ставок;
- в долгосрочной перспективе независимый и прозрачный центральный банк должен создать надлежащие условия для экономического роста, однако в краткосрочной перспективе стабильность цен может привести к снижению темпов роста по сравнению с теми, которых можно было бы достичь, если бы центральный банк действовал политически обдуманно;

- в случае прозрачных центральных банков банковский кредит, по-видимому, растет гораздо более высокими темпами, чем в случае непрозрачных банков, — возможно, потому, что у центрального банка все равно есть стимул угождать своей целевой аудитории, которой в большей степени является «экономика», и в меньшей — «правительство»;
- если говорить конкретно о странах БРИК (Бразилии, России, Индии, Китае), то независимость центральных банков с 2003 года коррелирует со значительным положительным воздействием на банковский кредит, т. е. независимость, как представляется, скорее способствовала усилению первопричин глобальной рецессии, чем подавляла их развитие.

В целом в работе делается вывод о том, что независимость центрального банка может вообще не иметь никакого значения для экономического роста или инфляции, если банк по-прежнему проводит ошибочную политику. Если в период кредитного бума начала 2000-х годов центральные банки были независимыми, то, возможно, важнее отучить банкиров стран с развитым и формирующимся рынком от использования плохих моделей, чем предоставлять им большую независимость. Эксперименты с различными ограничениями на срок пребывания в должности управляющих банками также могут помочь избежать некоторых проблем, наблюдавшихся в преддверии кризиса, устранив соблазн изображать из себя Бога в отношениях с экономикой.

Введение

История глобального финансового обвала рассказана уже много раз и по-разному, но основные факты и эффекты известны всем: падение вздутых цен на недвижимость в Соединенных Штатах превратилось в финансовый кризис, который повернул вспять экономический рост стран во всем мире и вызвал стремительное повышение уровня безработицы. Как показывает рисунок 1, воздействие кризиса существенно различалось в зависимости от конкретной страны, причем сильнее всего он ударил по странам с раз-

РИСУНОК 1.
Изменение мирового ВВП, 2007–2011 годы

10. Изменение ВВП, в %

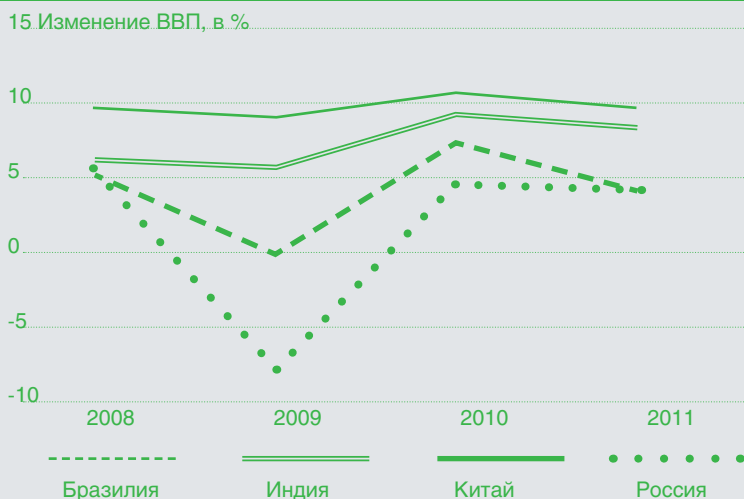


Источник: бюллетень «Перспектив развития мировой экономики» (World Economic Outlook Update) МВФ, июль 2010 года. Данные на 2010 и 2011 годы являются прогнозными.

витой экономикой, тогда как развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком в целом выдерживают этот шторм; однако даже в странах с формирующимся рынком эффекты кризиса значительно различались (рисунок 2). В частности, траектории роста так называемых стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай) также претерпели разные изменения: если Индия и Китай испытали просто толчок и замедление своих очень высоких темпов роста, то в Бразилии и России в результате мировых экономических проблем рост стал отрицательным.

Несмотря на активное обсуждение мер, принятых правительствами в ответ на кризис, и воздействия этих мер с точки зрения смягчения или усугубления экономического спада, первопричинам кризиса уделяется меньше внимания. В частности, до некоторой степени игнорируется роль центральных банков (ЦБ), и это интересное упущение, если учесть, что центральные банки находились на переднем крае и в центре политических маневров, призванных положить конец кризису. В самом деле, некоторые высказывали теоретические предположения о том, что банки сами создали кризис и теперь привлечены для ликвидации ими же вызванных

РИСУНОК 2.
Страны БРИК и глобальный финансовый обвал



Источник: World Economic Outlook Update МВФ, июль 2010 года. Данные на 2010 и 2011 годы являются прогнозными.

проблем, а другие утверждали, что центральные банки стран с развитой экономикой сыграли ключевую роль в недопущении того, чтобы рецессия превратилась в еще одну Депрессию.

Роль центральных банков в финансовом обвале — вдвойне интересный вопрос для исследования, поскольку в большом числе экономических работ доказывается, что независимость центральных банков в политическом процессе является позитивным фактором, благоприятным для борьбы с инфляцией (но оказывающим неоднозначное воздействие на рост). В связи с этим должно быть очевидно, что независимый центральный банк поможет также обеспечить большую стабильность экономических результатов благодаря осмотрительному макроэкономическому управлению и изоляции от политического давления.

Эффекты рецессии дают новую возможность проанализировать взаимосвязь между независимостью центральных банков и экономическим ростом/стабильностью и понять, имела ли независимость центрального банка какое-либо значение во время «Великой рецессии». Поэтому в настоящей работе будет рассмотрено поведение ЦБ во время недавнего и продолжающегося до сих пор финансового кризиса и будет сделана попытка ответить на нижеприведенные вопросы.

- Сохранилась ли установленная взаимосвязь между независимостью и инфляцией (а также экономическим ростом) в период финансового кризиса?
- Повлияла ли независимость центрального банка на состояние дел в стране с точки зрения ее экономических показателей?
- С учетом значительных мер стимулирования, принятых большинством стран в ответ на кризис, не означает ли это фактический отказ от независимости центральных банков во время кризиса?
- Каковы будущие перспективы НЦБ в условиях столь крупной экономической корректировки? Происходит ли ослабление НЦБ или же ее значение больше, чем когда-либо прежде?

ИСТОРИЯ ВОПРОСА: ЛИТЕРАТУРА ОБ НЦБ¹

1

¹/ Значительная часть этого раздела основана на работе Hartwell (2010), посвященной независимости центральных банков и проведенной для Университета Иллинойса в Урбана-Шампейне.

Разработка теории независимости центральных банков стала результатом длительного процесса исследований главной проблемы современной макроэкономической политики — широкого распространения и устойчивости инфляции как в развивающихся, так и в развитых странах. Первые теории инфляции утверждали, что инфляция и безработица связаны между собой и что более высокая инфляция фактически будет означать снижение безработицы (в силу того, что наличие большей денежной массы создает дополнительный спрос на рабочую силу, а корректировка цен происходит медленно). «Стагфляция» (высокая безработица в сочетании с высокой инфляцией), наблюдавшаяся в развитом мире в 1970-х годах, поставила эту теорию под сомнение, и исследователи мысленно обратились к роли правительства в возникновении инфляции. В частности, исследователи установили, что у правительств есть стимул к созданию всплесков инфляции, поскольку инфляция благотворно сказывалась на состоянии государственных финансов: она уменьшает бремя задолженности, а значит, правительства должны быть заинтересованы в обесценении своего долгового бремени (и скорее всего, будут стремиться к накоплению дополнительной задолженности). К тому же у правительств будет соблазн печатать деньги для финансирования дефицита, что может вызвать длительные и повторяющиеся эпизоды инфляции и гиперинфляции (как в Боливии).

Чтобы противодействовать этим стимулам, экономисты переключили внимание на разработку механизмов, которые прежде всего отняли бы у правительства способность создавать инфляцию. Первые обсуждения в литературе были сосредоточены на эффектах «правил в противоположность свободе действий» и на том, как можно было бы ограничить дискреционные возможности отдельного разработчика политики по увеличению денежной массы путем создания обязательных для исполнения денежно-кредитных правил. Ранние работы корифеев в этой области² показали, что денежно-кредитные правила обеспечат более низкие темпы инфляции, чем свобода действий, но, к сожалению, одни только эти правила все же не позволят добиться оптимальных темпов инфляции для общества в целом. Основываясь на этой работе, другие исследователи высказали мнение, что проблема может заключаться не в правилах как таковых, а в субъектах, задействованных в их осуществлении, и предположили, что наилучшим решением с обеих точек зрения было бы назначение более подходящего разработчика политики, который в своих предпочтениях относительно инфляции был бы более консерва-

2/ См. работу Barro and Gordon (1983), а также основополагающее исследование Рогоффа (Rogoff) (1985).

тивен, чем общество³. Однако этот подход был излишне упрощенным, поскольку избиратели или директивные органы могли бы уничтожить выгоды, связанные с назначением этого воображаемого «консервативного банкира», заменив его кем-то, в большей степени поддающимся инфляционным искушениям.

Итак, если назначение более подходящего должностного лица не решало проблемы борьбы с инфляцией, то, возможно, ответ заключался в создании более эффективной организации. К началу 1990-х годов экономисты справедливо переключили основное внимание с людей, управляющих денежно-кредитной системой, на построение институтов, осуществляющих контроль над денежно-кредитной политикой. Именно тогда появилась литература по вопросам независимости центральных банков (НЦБ)⁴, в которой постулировалось, что центральный банк, «независимый» от обычного политического процесса и государственной администрации, по-видимому, наиболее эффективно ослабляет имеющиеся у правительства стимулы к созданию инфляции. Прежде всего независимый центральный банк не будет подвергаться давлению, и у него не будет стимула временно форсировать экономику посредством инфляции (предположительно в связи с отсутствием политического стимула для управляющих банком). Кроме того, если говорить о налогово-бюджетных уловках, то независимый банк (и банкиры) будет изолирован от бюджетного процесса, а значит, у него не будет стимула к обесценению долгового бремени; в самом деле, его единственной задачей будет обеспечение стабильности цен, и это отнимет у правительства возможность уменьшать долг путем снижения курса национальной валюты. Наконец, независимый центральный банк мог бы также разрушить «мотив доходов», поскольку сосредоточение усилий на стабильности цен отняло бы у правительства возможность включать печатный станок для финансирования дефицита.

Однако центральный банк никогда не сможет быть подлинно «независимым» от общественного давления, поскольку банкиры должны быть подотчетны за свои действия, связанные с обеспечением стабильности денежно-кредитной системы, как перед выборными должностными лицами, так и перед широкой общественностью. Структура этой подотчетности может принимать различные формы, включая назначение директоров

3/ Решение, предложенное Рогоффом и знакомое любому прилежному студенту в области государственного администрирования, также игнорировало всю литературу по вопросу общественного выбора, равно как и появляющуюся литературу по институциональной экономике и, конечно же, стимулы почти всех прочих субъектов, вовлеченных в процесс.

4/ Основными работами в этой области являются Alesina (1988, 1989), Grilli, Masciandaro, and Tabellini (1991), Eijffinger and Schaling (1993) и Cukierman (1992).

выборными должностными лицами на более длительный срок (предпочтительное решение на практике) или механизм, при котором с управляющим центральным банком заключается договор, обязывающий его оплачивать издержки, когда инфляция отклоняется от «оптимального» уровня⁵. Но, вероятно, важнее всего то, что независимость всегда может находиться под угрозой, поскольку, «если правительство способно создать формально независимый центральный банк, оно может быть также достаточно сильным для того, чтобы отменять его решения, просто игнорировать их или вновь ликвидировать независимый центральный банк»⁶.

ДАнные в ПОДДЕРЖКУ НЦБ

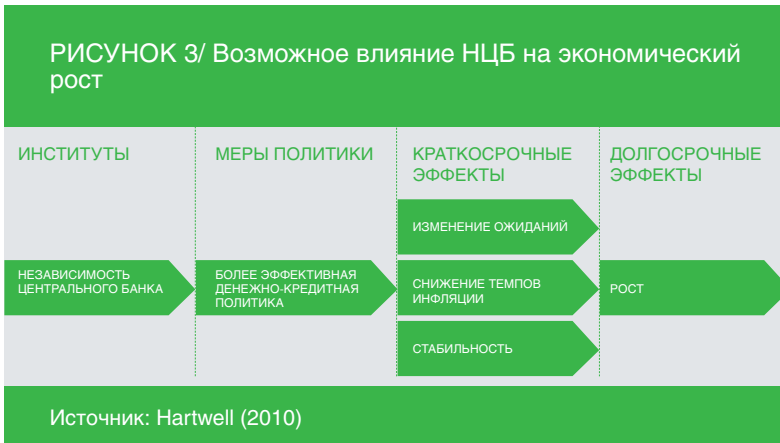
Эмпирические данные о наличии взаимосвязи между инфляцией и независимостью центрального банка, судя по всему, подтверждают теорию, но с некоторыми оговорками. В одной ранней работе было показано, что независимость центральных банков действительно коррелировала с более низкой инфляцией, но только в индустриальных странах; если в методологию включались развитые страны, взаимосвязь была на грани значимости. В более поздней работе было продемонстрировано, что НЦБ, возможно, была просто плохим показателем инфляционных предпочтений в экономике, которые можно было бы лучше отразить с помощью других показателей, и если бы в анализ были включены эти другие показатели, то эффект НЦБ исчез бы (хотя в некоторых работах утверждалось, что это было обусловлено просто используемой методологией). В целом в литературе отчасти сформировалось общее мнение о том, что независимость центральных банков, в рамках надлежащим образом функционирующей правовой системы, может оказывать положительные эффекты снижения инфляции как в развитых, так и в развивающихся странах, однако на уровень инфляции могут влиять и другие факторы.

В 1990-х годах, опираясь на эти ранние исследования зависимости между НЦБ и инфляцией, экономисты обратились к вопросу об НЦБ и росте в краткосрочной и долгосрочной перспективах. Однако, в отличие от инфляции, не было ни четких эмпирических данных о связи независимости центральных банков с экономическим ростом, ни соответствующей теории. В отношении содействия НЦБ экономическому росту некоторые тео-

5/ Такой механизм был предложен в работе Walsh (1995). К сожалению, эта мера подотчетности редко присутствует (если вообще присутствует) в государственной бюрократии, и, по всей вероятности, обеспечить ее исполнение было бы весьма сложно.

6/ Цитата из работы Nayo and Voigt (2008), стр. 752.

ретики выдвинули предположение, что стабильность цен, обеспечиваемая благодаря независимости банка, будет приводить к долгосрочному росту (см. рисунок 3) в результате увеличения сбережений и инвестиций, а также изменения представлений индивидов о денежно-кредитных условиях. Другие также предположили, что, поскольку исторически большинство рецессий в США происходило из-за сокращения Федеральной резервной системой денежной массы после того, как рост инфляции зашел уже «слишком далеко», более последовательная политика сдерживания инфляции будет уменьшать экономическую изменчивость и сглаживать циклы подъемов и спадов. Таким образом, НЦБ обеспечит более высокий рост и меньшую изменчивость, за которые в конце концов придется заплатить; этот результат был подтвержден в смысле волатильности инфляции, но не был проверен на опыте в том, что касается экономического роста.



С другой стороны, многие экономисты оспаривали эти утверждения, указывая на эффекты процентных ставок и институциональные стимулы самого центрального банка. Во-первых, воздействие независимости центрального банка на процентные ставки (более низкая инфляция в краткосрочной перспективе приводит к росту реальных процентных ставок) фактически может снизить темпы роста. К тому же сама природа центрального банка и его целей, определяющая смещение акцента этого учреждения с роста на стабильность цен, также может повлиять на рост на уровне сезонных факторов и экономического цикла: управляющие центральными банками больше заинтересованы в стабильности цен, поэтому независимый центральный банк мог бы повысить изменчивость объ-

ема производства, что в дальнейшем теоретически могло бы замедлить долгосрочные темпы роста, поскольку банк занимается своим обычным делом — снижением изменчивости инфляции.

Дебаты по поводу воздействия НЦБ на экономический рост не привели к окончательному решению, главным образом в связи с неоднозначностью эмпирических данных. Хотя в одной ранней работе было показано, что в выборке менее развитых стран рост положительным образом связан с НЦБ (при том что для развитых стран такая зависимость отсутствует)⁷, по большей части экономистам не удалось обнаружить неоспоримую связь между ростом и НЦБ. В отношении изменчивости объема производства теоретическая и эмпирическая литература также весьма противоречива. Эмпирические данные, по-видимому, слабо указывают в пользу представления о том, что НЦБ будет препятствовать проведению политики «стоп–вперед», которая приведет к возникновению колебаний в темпах экономического роста. Таким образом, вопрос о том, как НЦБ воздействует на рост и почему в разных странах эффекты будут различаться, остается открытым.

7/ Cukierman et. al (1993).

ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ, РЕЦЕССИЯ И ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ОБВАЛ



2

Вопрос о воздействии независимости центральных банков на экономический рост и изменчивость приобрел огромное значение в условиях глобального финансового обвала, поскольку центральные банки сыграли важную роль как в возникновении рецессии, так и в масштабных международных мерах, принятых правительствами в ответ на кризис. Понимание самого кризиса, его эффектов в странах с формирующимся рынком, а также характера действий центральных банков до и во время кризиса, может дать определенное представление об эффекте НЦБ в обстановке рецессии.

ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ И ФОРМИРОВАНИЕ КРИЗИСА

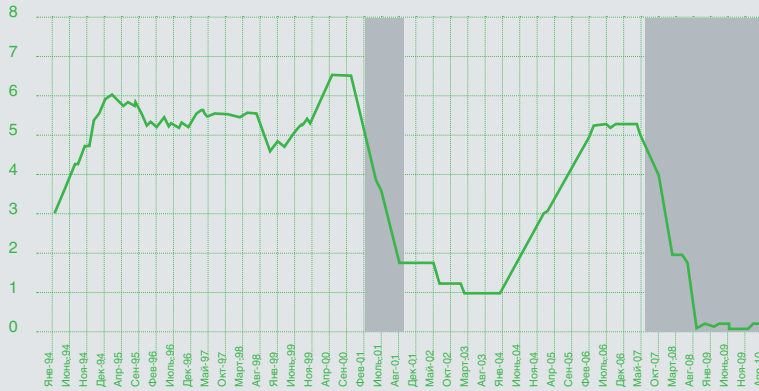
Несмотря на значительное внимание к роли центральных банков в реагировании на кризис, важно сделать шаг назад и рассмотреть участие банков в фактическом содействии формированию условий, которые привели к глобальной рецессии. Вслед за известным экономистом (и бывшим заместителем министра финансов США) Джоном Тейлором ряд комментаторов предположили: отправной точкой кризиса был тот факт, что центральные банки проводили чрезмерно «адаптивную» политику, слишком долго удерживая низкие процентные ставки и создавая на кредитных рынках такие условия, которые повлекли за собой вздутие цен на рынках недвижимости по всему миру. По словам одного комментатора, «Федеральный резерв чрезмерно стимулировал экономику в годы формирования вздутых цен и по-прежнему проводил слишком стимулирующую политику в течение длительного времени после того, как эти вздутые цены стали падать»⁸.

Используя анализ, впервые проведенный Тейлором, исследователи из стран ОЭСР согласились с тем, что в 2002–2005 годах процентные ставки в развитых странах действительно были слишком благоприятными. Стремительность и глубину падения (с 6,52 до 1,82%) ставки по федеральным фондам США с сентября 2000 года по декабрь 2001 года (рисунок 4), особенно по сравнению со странами с формирующимся рынком (рисунок 5 А-Г), можно было бы рассматривать как реакцию на чрезвычайные события (в частности, события 11 сентября 2001 года)⁹. Однако тот факт, что

8/ Цитата из работы Foster (2009).

9/ Безусловно, процентные ставки в странах с формирующимся рынком (и других странах) определяются не только государственной политикой и в странах с формирующимся рынком особенно явно отражают премию за риск.

РИСУНОК 4/ Ставка по федеральным фондам США, 1994–2010 годы



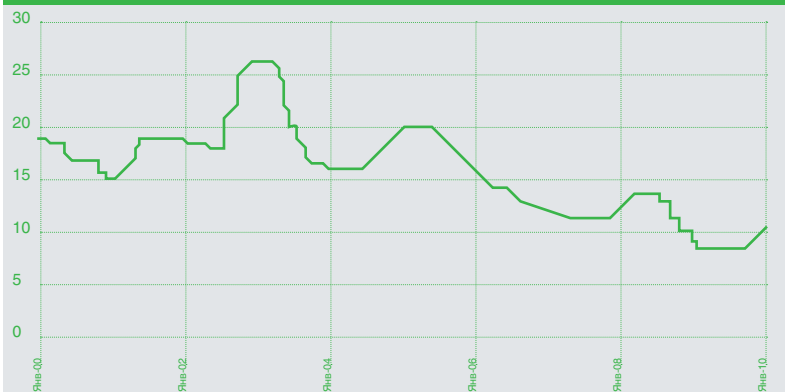
Источник: на основе данных Федерального резервного банка. Ставка по федеральным фондам представляет собой средневзвешенное значение ставок по брокерским сделкам. Затененные области обозначают периоды рецессии, согласно определению Комитета по определению сроков экономического цикла (НБЭИ).

РИСУНОК 5 А/ Процентные ставки в странах БРИК, Индия



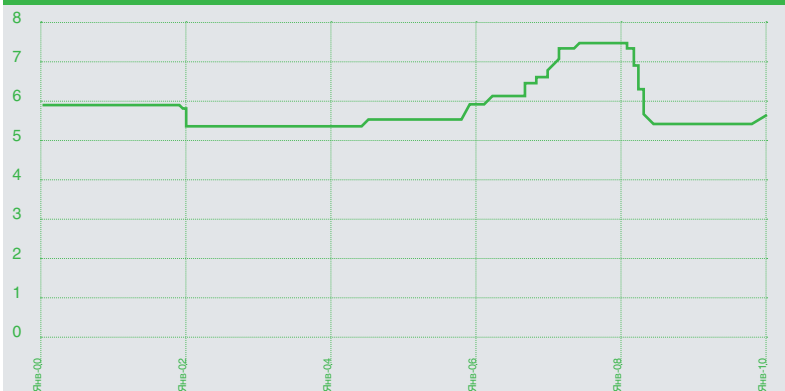
Источник: Резервный банк Индии

РИСУНОК 5 Б/ Процентные ставки в странах БРИК, Бразилия



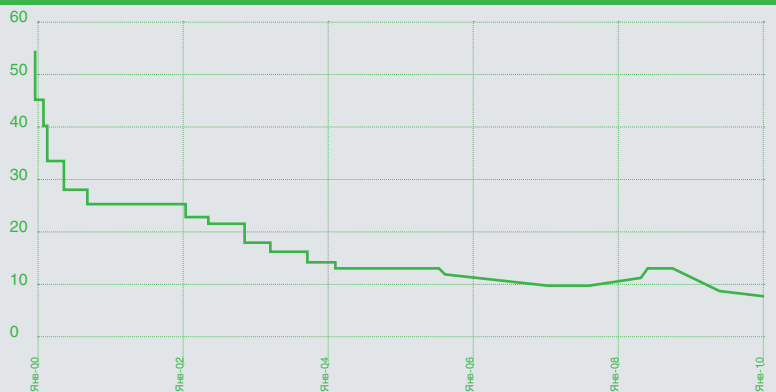
Источник: Центральный банк Бразилии

РИСУНОК 5 В/ Процентные ставки в странах БРИК, Китай



Источник: Народный банк Китая

РИСУНОК 5 Г / Процентные ставки в странах БРИК, Россия



Источник: Центральный банк России

эти ставки так долго удерживались на столь низком уровне, — с декабря 2001 года по декабрь 2004 года ставка по федеральным фондам в среднем составила 1,37% — подтверждает теорию о том, что центральные банки были отправной точкой глобального финансового кризиса. Эффектом этой политики «дешевого» кредита было стимулирование резкого роста цен на активы в развитых странах, особенно цен на жилье.

РЕАКЦИЯ НА КРИЗИС В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ И В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ

Центральные банки развитых стран, вероятно, были не единственной причиной глобальной финансовой рецессии, но факты с очевидностью указывают на то, что они стали одними из основных виновников кризиса. Поэтому то обстоятельство, что центральным банкам пришлось сыграть столь большую роль в руководстве действиями, предпринятыми в ответ на кризис, выглядит как ирония; еще большей иронией является то, что решение было все тем же: адаптивная денежно-кредитная политика, хотя на этот раз в сочетании с расточительной налогово-бюджетной политикой.

Ориентируясь на Соединенные Штаты, которые в 2008–2009 годах приняли два отдельных пакета «стимулов» на общую сумму в 1 трлн долларов США, одновременно удерживая отрицательные реальные процентные ставки, центральные банки стран ОЭСР и других стран снизили свои процентные ставки до исторических минимумов, с тем чтобы предотвратить рецессию. В развитых странах поведенческие реакции на кризис в действительности больше согласовывались с установлением целевых показателей объема производства, чем целевых показателей инфляции (хотя несколько центральных банков назвали угрозу дефляции в период рецессии одним из факторов проведения политики низких процентных ставок).

Хотя до кризиса страны с формирующимся рынком, как представляется, необязательно разделяли взгляды центральных банков развитых стран, после начала кризиса центральные банки стран с формирующимся рынком часто действовали скорее так же, как их собратья из развитых стран, и, следуя их примеру, снижали процентные ставки и проводили мягкую денежно-кредитную политику (см. таблицу 1). В одном отношении глобальная реакция на кризис напоминала подход к установлению тарифов по принципу «разори соседа», практиковавшийся в мире в 1930-х годах, когда страны поднимали один тариф за другим, чтобы не попасть в неблагоприятные условия для конкуренции. Поскольку развивающиеся страны сильно зависят от экспорта, когда сталкиваются с более значительным разрывом в процентных ставках (по сути, с более высокой премией), это аналогичным образом побуждает их повышать курс национальной валюты и оказывает пагубное воздействие на торговлю. Соответственно, у развивающихся стран был встроенный стимул следовать примеру центральных банков, вместо того чтобы страдать от возможных проблем конкурентоспособности (которые усугубили бы уже наблюдавшееся воздействие на торговлю, связанное с падением спроса на импорт у основных торговых партнеров из числа развитых стран в результате рецессии).

Вопрос о правильности или неправильности мер, принятых развивающимися странами по примеру развитых стран, остается открытым, и, к сожалению, ответ на него выходит за рамки данной работы (хотя, если уж на то пошло, с точки зрения экономической теории воссоздание условий, которые привели к кризису, могло быть не самым мудрым образом действий). Вместе с тем вопрос, который действительно относится к предмету настоящей работы, заключается в том, оказала ли независимость центральных банков какое-либо влияние на проводимую денежно-кредитную политику и отразилась ли НЦБ на мерах политики, которые смягчили либо усугубили эффекты кризиса. Этот вопрос рассматривается в следующем разделе.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ДО И ПОСЛЕ КРИЗИСА
В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ**

	Январь 2008	Июнь 2010	Мини- мальная ставка	Дата(ы), когда действовала минимальная ставка	Макси- мальная ставка	Дата(ы), когда действовала максимальная ставка
Бразилия	11.25	10.06	8.75	Август 2009 – март 2010	13.75	Октябрь–декабрь 2008
Россия	10.00	7.75	7.75	Июнь 2010 – настоящее время	13.00	Январь–март 2009
Индия	6.00	3.98	3.25	Май 2009 – февраль 2010	6.00	Январь–ноябрь 2008
Китай	7.47	5.31	5.31	Январь 2009 – настоящее время	7.47	Январь–август 2008

Источник: Bloomberg

ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ НЦБ И РЕАКЦИИ НА КРИЗИС И ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ

3

Настоящий анализ роли центральных банков как в возникновении глобального финансового кризиса, так и в реагировании на него сводит воедино и отражает результаты исследований, проведенных рядом авторов, которые рассматривали первопричины финансового обвала. Однако до сих пор исследователи упускали из виду эффект независимости центральных банков в последние 3 года, а нынешняя литература о кризисе игнорирует увеличение объема работ, посвященных НЦБ и ее возможному влиянию не только на формирование кризиса, но и на экономические результаты — например, рост. В этом разделе будет проанализирована корреляция между независимостью центральных банков и эффектами кризиса. Повлияла ли степень НЦБ на денежно-кредитную политику стран с формирующимся рынком в начале 2000-х годов, если оценивать ее по уровню процентных ставок и объему кредита, предоставленного банковским сектором? Когда разразился кризис, была ли реакция на него стран с более независимыми ЦБ более или менее действенной? Имеются ли эмпирические данные, подтверждающие тот факт, что независимые центральные банки уменьшили эффекты рецессии?

КАК ИЗМЕРЯЕТСЯ НЕЗАВИСИМОСТЬ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

Одна из самых серьезных проблем, с которыми сталкивается литература по вопросу НЦБ, безусловно, связана с тем, как измерять «независимость». В ранних работах, где развивалась теория НЦБ, также делались попытки количественно оценить независимость посредством кодирования законов о центральных банках по нескольким параметрам политической независимости:

- юридические отношения между центральным банком и исполнительной властью;
- порядок назначения и увольнения главы центрального банка;
- роль государственных должностных лиц в совете центрального банка;
- частота контактов между исполнительной властью и банком.

Золотой стандарт НЦБ, установленный в работе Cukierman, Webb, and Neuyart (1992) (далее CWN), сочетал юридический подход с акцентом на операционных аспектах, а индекс строился на основе следующих данных:

- индекс юридической независимости де-юре, рассчитанный на основе закона страны о центральном банке;
- фактическая частота смены управляющих центральным банком;

- ответы на вопросы анкеты, полученные от специалистов по денежно-кредитной политике из 23 стран.

Индекс юридической независимости CWN был построен на базе 16 различных юридических индикаторов, значения которых менялись от 0 (минимальный уровень независимости) до 1 (максимальный уровень независимости) и относились к следующим четырем кластерам:

- 1) порядок назначения, увольнения и срок полномочий руководителя центрального банка (в состав этого кластера входят четыре индикатора, значения которых усредняются);
- 2) порядок разработки политики и урегулирования конфликтов по поводу денежно-кредитной политики между исполнительной ветвью власти и центральным банком (а также участие центрального банка в бюджетном процессе);
- 3) прямо сформулированные цели центрального банка (например, стабильность денежно-кредитной системы, рост и т. д.);
- 4) ограничения, касающиеся возможностей центрального банка по предоставлению кредитов государственному сектору.

Согласно этой методологии, более высокие рейтинги (означающие большую степень независимости) получали те банки, управляющие которыми исполняли свои обязанности в течение более длительного срока и не могли быть отстранены от должности исполнительной ветвью власти; те, что обладали более широкими полномочиями по определению денежно-кредитной политики; банки, деятельность которых была направлена на обеспечение стабильности цен, а не на достижение других целей, а также те, которые подчинялись строгим или жестким ограничениям на предоставление кредитов правительству. Каждый кластер затем дополнительно взвешивался для построения общего составного юридического индекса независимости для каждой страны, который также изменялся от 0 до 1; при этом ограничения на предоставление центральным банком кредитов государственному сектору в юридическом индексе присваивался вес 50%, следующим по важности аспектом были отношения руководителя банка (20% индекса), а урегулирование конфликтов и цели имели одинаковый вес — по 15% индекса.

Хотя многие экономисты по разным причинам критиковали этот индекс, в большинстве случаев он остается основой методологии измерения независимости центральных банков. Вместе с тем недавно был разработан еще один показатель — индекс прозрачности, который ограничивается оценкой пяти областей прозрачности центральных банков в качестве меры их независимости.

1. **Политико-организационная прозрачность:** отношения между исполнительной властью и центральным банком, а также то, закреплены ли

они в «поддающихся измерению целях» (таких как конкретные целевые показатели политики).

2. **Экономическая прозрачность:** распространяет ли центральный банк экономическую информацию, включая прогнозы, с тем чтобы частный сектор имел возможность проводить независимую оценку и проверять правильность его решений.

3. **Прозрачность процедур:** внутренний процесс принятия решений в центральном банке, включая публикацию центральным банком информации о том, как он приходит к своим решениям о политике.

4. **Прозрачность политики:** распространение информации об уже принятом политическом решении, включая «детальный отчет о взглядах» центрального банка после принятия решения о политике.

5. **Операционная прозрачность:** реализация политического решения на практике.

Для каждой из этих областей ответам на два вопроса типа «да–нет» присваивались значения «1» за ответ «да» и «0» — за ответ «нет», а общий индекс прозрачности рассчитывался как невзвешенное среднее этих 5 категорий, где каждая категория представляет собой невзвешенное среднее всех подкатегорий. Благодаря этому индекс прозрачности является более простой конструкцией по сравнению с индексами CWN, которые существенно зависят от несколько произвольных весов, присвоенных различным аспектам независимости, а также отличаются большим вниманием к областям, которые, возможно, были скорее побочным результатом независимости, чем «независимостью» как таковой.

МЕТОДОЛОГИЯ

Для изучения поставленных выше вопросов о воздействии НЦБ на экономический рост и инфляцию во время кризиса будет проведено два отдельных анализа: один — с использованием усредненных данных, а другой — с использованием данных временных рядов (полные уравнения представлены в приложении). В случае усредненных данных мы проанализируем влияние НЦБ, измеряемой посредством трех отдельных индексов, на средние темпы роста в 2001–2008 годах (когда мир двигался от одного кризиса к другому), средний уровень инфляции и средний кредит, предоставленный банковским сектором, с тем чтобы установить, оказывала ли независимость центральных банков положительное воздействие на протяжении всего рассматриваемого периода. Однако в целях более полного рассмотрения совокупных эффектов мы также проанализируем данные временных рядов, используя эконометрический метод для учета

всех эффектов, зависящих от конкретной страны. Кроме того, в соответствии с более ранней литературой, мы рассмотрим, различались ли результаты в зависимости от того, относилась ли страна к категории развитых или развивающихся. В заключение будет проанализирована отдельная выборка, которая включает все имеющиеся данные по странам БРИК, — это позволит понять, сохраняются ли взаимосвязи между НЦБ и ростом/инфляцией/кредитом в этих четырех важных странах с формирующимся рынком.

Хотя уравнения, детально описанные в приложении, являются упрощенными, они следуют из предшествующих работ, представленных в литературе. Этот анализ также обеспечивает отправную точку для исследователей, поскольку в режиме онлайн появляются все новые данные, а кризис продолжает распространяться по глобальной финансовой системе. Однако важнее всего то, что он должен стать первой попыткой понять, сохранилась ли взаимосвязь между НЦБ и инфляцией или экономическим ростом на протяжении этих чрезвычайных событий.

РЕЗУЛЬТАТЫ

УСРЕДНЕННЫЕ ДАННЫЕ

Рассмотрение вопросов, поставленных выше, мы начинаем с анализа набора данных по всем странам, а затем повторно проводим анализ для одних только развивающихся стран. В таблицах 2А и 2Б представлены результаты анализа полной выборки и развивающихся стран (соответственно), из которых вырисовывается несколько примечательных тенденций; во-первых, поражает последовательность результата, согласно которому индикатор независимости центральных банков, измеряемой посредством юридического индекса CWN (CWN CBI), не имеет статистической значимости по всем показателям. Как для полной выборки, так и для развивающихся стран юридический индекс независимости центральных банков является исключительно плохим индикатором экономического роста, инфляции, банковского кредита или процентных ставок в 2001–2008 годах (а в отношении инфляции — также в 2006–2008 годах), будучи во многих случаях статистически неотличимым от простого белого шума. Отчасти столь плохие результаты можно объяснить имеющимися у нас данными, поскольку при использовании средних значений число наблюдений существенно уменьшается. Вместе с тем последовательное отсутствие искомой взаимосвязи на протяжении последних 10 лет при рассмотрении НЦБ как в предшествующие годы (1989–2000 годы), так и в более недавний

период (с 2003 года) должно также сигнализировать о возможном наличии особой проблемы, связанной с формально-юридическим подходом к определению независимости центральных банков.

Смена управляющих центральными банками (Turnover) также плохо объясняет макроэкономические результаты для обеих выборок, причем единственный эффект этой переменной проявляется для всех стран как отрицательная взаимосвязь между сменой управляющих и банковским кредитом и положительная взаимосвязь между сменой управляющих и процентными ставками; скорее всего, это обусловлено тем фактом, что смена управляющих является представительной переменной для нестабильности, которая уменьшает вероятность предоставления банками кредитов, одновременно вводя премию за риск в форме более высоких процентных ставок. Вопреки теории и прежним результатам, смена управляющих также не влияет на инфляцию, хотя это подтверждает сделанные ранее выводы, являясь также фактором, незначимым для экономического роста!

Наконец, индикаторы прозрачности (Transparency) демонстрируют несколько лучшую объясняющую способность, причем в полной выборке прозрачность центрального банка страны в 1998 году предсказывает в среднем более низкие процентные ставки (опять же, возможно, в силу более низкой премии за риск), а также более низкую инфляцию (опять же, при отсутствии влияния на экономический рост). В случае развивающихся стран для инфляции взаимосвязь была более слабой, но для процентных ставок — несколько более сильной. Скорее всего, причина заключается в том, что в индексе прозрачности большое значение придается публичному обсуждению и информации о денежно-кредитной политике, а это помещает динамику процентных ставок в центр внимания средств массовой информации и общественного мнения (что подтверждает неистовство СМИ в Соединенных Штатах, сопровождающее каждое заседание ФРС).

Хотя этот анализ не оправдывает ожиданий с точки зрения доказательств эффектов НЦБ в последние десять лет, он выявляет один любопытный факт. Для всех выборок институциональные императивы прошлого, по-видимому, тяготеют над настоящим в большей степени, чем недавние политические шаги, о чем свидетельствует воздействие прозрачности в предыдущие десять лет на процентные ставки и инфляцию. Возможно, это означает, что необходимо время, достаточное для того, чтобы денежно-кредитная политика повлияла на экономику (предмет обширных дискуссий в литературе), но может означать и то, что время требуется также на изменение и корректировку ожиданий в экономике после того или иного институционального изменения в центральном банке; иными словами, институциональные изменения могут и не привести к немедленным результатам, особенно если рынки используют выжидатель-

ный подход (что может объяснить незначимость юридических индексов НЦБ и почти полное отсутствие значимости недавних изменений НЦБ в нашем анализе).

ТАБЛИЦА 2А. РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА ПАНЕЛЬНЫХ ДАННЫХ, ПОЛНАЯ ВЫБОРКА

Независимые переменные	Зависимые переменные				
	Средние темпы роста, 2001–2008	Средний уровень инфляции, 2001–2008	Средний уровень инфляции, 2006–2008	Средний кредит банковского сектора (% ВВП), 2001–2008	Средние процентные ставки, 2001–2008
CWN CBI 1989–2000	-1,31	-356,76	-1190,34	-13,83	-18,8
	-0,61	1,53	-1,23	-0,33	-1,01
константа	5,44	213,90	697,52	84,04	20,68
	5,33**	-1,23	1,49	4,21**	2,46*
R-квадрат	0,004	0,02	0,02	0,001	0,02
n	91	88	88	90	58
CWN CBI 2003	-0,04	-118,02	-389,51	-35,52	6,03
	-0,03	-0,52	-0,51	-1,16	0,43
константа	4,44	130,01	415,67	106,18	9,06
	4,79**	0,86	0,82	5,19**	1,02
R-квадрат	0,00	0,0004	0,00	0,02	0,004
n	80	78	78	80	53
Оборот 1995–2004	5,03	-454,37	-1541,39	-124,32	64,83
	1,75	-0,86	-0,88	-1,96*	2,12*
константа	3,28	153,07	503,37	109,35	1,62
	5,07**	1,29	1,27	7,67**	0,24
R-квадрат	0,04	0,01	0,01	0,06	0,09
n	68	66	66	68	45
Прозрачность 1998	-0,14	-7,05	-5,49	97,62	-25,49
	-0,09	-2,43*	-2,11*	2,68*	-3,34**
константа	4,65	9,05	8,74	35,33	22,56
	5,71**	5,92**	6,37**	1,85	5,45**
R-квадрат	0,00	0,08	0,06	0,1	0,22
n	67	66	66	67	41

Примечание: t-статистики приведены под значениями коэффициентов, при этом * указывает на значимость на уровне 10%, а ** — на уровне 1%.

ТАБЛИЦА 2Б. РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА ПАНЕЛЬНЫХ ДАННЫХ, РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ

Независимые переменные	Зависимые переменные				
	Средние темпы роста, 2001–2008	Средний уровень инфляции, 2001–2008	Средний уровень инфляции, 2006–2008	Средний кредит банковского сектора (% ВВП), 2001–2008	Средние процентные ставки, 2001–2008
CWN CBI 1989–2000	0,54	-436,18	-1462,33	-47,23	-19,84
	0,21	-1,11	-1,11	-1,49	-0,93
константа	5,25	264,32	864,63	73,75	22,90
	4,29**	1,42	1,39	4,95**	2,37*
R-квадрат	0,00	0,02	0,02	0,03	0,02
n	66	63	63	65	48
CWN CBI 2003	0,91	-198,04	-654,35	-49,62	1,19
	0,45	-0,54	-0,53	-1,79	0,07
константа	4,43	204,16	657,07	88,00	13,99
	3,35*	0,84	0,81	4,87**	1,26
R-квадрат	0,004	0,01	0,01	0,06	0,00
n	55	53	53	55	43
Оборот 1995–2004	4,63	-679,78	-2297,98	-68,18	66,64
	1,24	-0,90	-0,91	-1,26	1,84
константа	3,92	233,25	768,39	72,95	2,90
	4,50**	1,31	1,30	5,76**	0,36
R-квадрат	0,03	0,02	0,02	0,04	0,09
n	46	44	44	46	37
Прозрачность 1998	2,68	-8,81	-5,6	24,73	-29,81
	1,18	-1,98*	-1,50	0,57	-2,81*
константа	4,07	11,19	10,21	45,48	24,50
	3,70**	5,17**	5,61**	2,16*	4,74**
R-квадрат	0,03	0,09	0,05	0,01	0,20
n	44	43	43	44	33

Примечание: t-статистики приведены под значениями коэффициентов, при этом * указывает на значимость на уровне 10%, а ** — на уровне 1%.

ДАННЫЕ ВРЕМЕННЫХ РЯДОВ

Использование общих средних значений сопряжено с одной проблемой: они могут упускать из виду межстрановые нюансы, а при наличии резко выделяющихся значений (например, гиперинфляции в странах с формирующимся рынком или глубоких рецессий, вызванных шоком переходного периода) — также приводить к искаженным результатам. Поэтому подход, основанный на анализе данных временных рядов, может оказаться более пригодным для доказательства эффектов независимости центральных банков как до, так и после кризиса. Это не означает отсутствия проблем при анализе временных рядов, поскольку сам характер показателей НЦБ во всех их формах может создавать определенные трудности. В частности, независимость центральных банков нередко необходимо измерять на протяжении более длительных интервалов времени, так как для выявления эффектов показателя независимости (в особенности смена управляющих) требуют более длинных временных рядов. Кроме того, высока вероятность того, что мы не учитываем другие факторы, которые могут объяснить результаты, демонстрируемые показателями НЦБ. Впрочем, опять же, данные временных рядов дают превосходное общее представление (но не полную картину) о взаимосвязи между НЦБ и макроэкономическими показателями до и во время кризиса, которое можно дополнить в предстоящие годы.

В таблицах 3А и 3Б представлены результаты этого анализа, вновь разбитые на полную выборку и выборку, состоящую только из развивающихся стран. Эти результаты рисуют картину, заметно отличающуюся от той, что показывает анализ общих средних значений в предыдущем разделе, и эта картина гораздо интереснее для разработчиков политики (а также с точки зрения теории). Начнем с рассмотрения полной выборки, которая показывает, что юридическая НЦБ с 1989 года мало значима для роста или инфляции в полной выборке для всех лет периода 1989–2008 годов, при этом она оказывает слабое положительное влияние на банковский кредит во всех странах и сильное отрицательное воздействие на процентные ставки (т. е. более независимый банк устанавливает более низкие процентные ставки); как отмечалось выше, в странах с большей степенью независимости, как правило, наблюдаются более низкие премии за риск, и этот факт, возможно, отражает индекс CWN в 1989 году.

Индекс НЦБ в 2003 году, показывающий воздействие независимости на макроэкономические результаты 2003–2008 годов, напротив, демонстрирует значимость по широкому набору показателей, включая значимое отрицательное влияние на рост, инфляцию и кредит банковского сектора, а также весьма значимое положительное влияние на процентные

ставки (строго противоположный эффект был выявлен в результате анализа долгосрочных оценок независимости). Воздействие НЦБ в 2003 году на экономический рост и инфляцию предполагается теорией, но результаты относительно банковского кредита действительно интересны. Как представляется, данные в этом случае улавливают некоторые эффекты реакции независимого центрального банка на финансовый кризис, поскольку банковский кредит следовало бы уменьшить, если бы слишком большой объем кредита пагубно влиял на стабильность цен (в противном случае независимый центральный банк мог бы раньше признать наличие проблем, связанных с «дешевым» кредитом, и предпринять шаги по его ограничению, прежде чем стало бы угрожать стабильности цен). Точно так же для управления сокращением кредита независимый центральный банк мог бы поднять процентные ставки, с тем чтобы избавить экономику от безнадежных ссуд и неэффективных инвестиций (хотя на практике крупнейшие центральные банки развитого мира, например Соединенных Штатов, не использовали такой подход). Этот парадоксальный результат потребует дальнейшего исследования, но может также зависеть от других существующих проблем.

Более полную картину по сравнению с анализом панельных данных дает не только юридический индекс CWN, но и другие показатели независимости центральных банков. Смена управляющих центральными банками оказывает ожидаемое воздействие на процентные ставки (чем чаще происходит смена, тем выше ставки) и банковский кредит (чем чаще происходит смена, тем меньше кредит), не влияя на экономический рост и оказывая несколько противоречащее интуитивным ожиданиям отрицательное воздействие на инфляцию. Результат, согласно которому более частая смена управляющих ведет к более низкой инфляции, может объясняться тем, что банковским управляющим не хватает времени на отступление от устава или правил центрального банка; таким образом, во избежание инфляционного давления управляющим просто не позволяют занимать пост в течение достаточно длительного времени, необходимого для того, чтобы начать проводить свою политическую линию. С другой стороны, прозрачность в 1998 году оказывает ожидаемое воздействие на экономический рост, а также снижает инфляцию и процентные ставки. Но, опять же, здесь есть парадокс, связанный с банковским кредитом, объем которого, как представляется, в случае прозрачных центральных банков значительно выше, чем в случае непрозрачных; причина, вероятно, кроется в том, что центральные банки можно изолировать от политических процессов, но не от рынков, и банки, которые характеризуются большей открытостью и подвергаются более пристальным проверкам, могут испытывать давление со стороны делового сообщества, направ-

ленное на увеличение объема и смягчение условий выдачи кредитов, особенно если каждый шаг банка обсуждается в средствах массовой информации. Поэтому у центрального банка есть стимул угождать своей целевой аудитории, которой в большей степени является «экономика», и в меньшей — «правительство». Этот результат еще более усиливается для 2006–2008 годов, показывая — несмотря на гораздо меньшую выборку и очень короткий срок для того, чтобы денежно-кредитная политика начала воздействовать на экономику, — что прозрачность еще более существенно влияет на банковский кредит (а также оказывает гораздо большее отрицательное воздействие на экономический рост).

Эти результаты, касающиеся НЦБ во временном разрезе, были получены с использованием выборки по всем странам, а в таблице 4Б представлены результаты для случая, когда развитые страны были исключены из выборки и анализ был сосредоточен только на развивающихся странах. Оказывается, что экономический рост слабо положительно коррелирован с юридической независимостью центральных банков с 1989 года, и точно так же отрицательно коррелирован с независимостью с 2003 года; хотя смена управляющих незначима для экономического роста, прозрачные центральные банки очень сильно отрицательно коррелированы с ростом в развивающихся странах, причем эта корреляция усиливается по мере приближения к настоящему времени (впрочем, справедливости ради следует отметить, что малое число наблюдений 2006–2008 годов может серьезно исказить данные). Эти результаты, по-видимому, подтверждают обе теории о независимости центральных банков и экономическом росте: в долгосрочной перспективе независимый и прозрачный центральный банк должен создать надлежащие условия для экономического роста благодаря акценту на стабильности цен, но в краткосрочной перспективе, и в условиях волатильности, сосредоточение усилий на обеспечении стабильности может привести к снижению темпов роста по сравнению с теми, которых можно было бы достичь, если бы центральный банк действовал политически обдуманно.

Эту интерпретацию подкрепляют результаты, которые касаются инфляции в развивающихся странах. Если в долгосрочной перспективе юридическая НЦБ оказывает на инфляцию незначимое, но отрицательное воздействие, то в краткосрочной перспективе она оказывает на инфляцию гораздо более значимое негативное воздействие. Таким образом, в краткосрочной перспективе (в данном случае в 2003–2008 годы) обеспечивается сдерживание инфляции, но за счет замедления экономического роста. Этот результат остается в силе для прозрачных центральных банков, деятельность которых подвергается более пристальной проверке, с тем чтобы они выполняли свою роль по стабилизации цен. Возможно,

по упомянутым выше причинам смена управляющих оказывает незначительное воздействие на инфляцию.

В отношении банковского кредита результаты аналогичны тем, что были получены при анализе полной выборки, хотя переменная НЦБ в 1989 году является незначимой; в иных отношениях независимость в последнее время и смена управляющих приводят к сокращению кредита, а прозрачные банки, по-видимому, играют на свою целевую аудиторию и предоставляют больший объем кредита. Наконец, самые интересные результаты, вероятно, касаются процентных ставок в развивающихся странах. Как и в полной выборке, длительная история независимости и прозрачности центрального банка сопряжена с более низкими процентными ставками, тогда как смена управляющих ведет к значительному повышению процентных ставок. Вместе с тем, в отличие от полной выборки, в развивающихся странах не наблюдается значительного сдвига процентных ставок в связи с недавними изменениями степени НЦБ, и хотя в полной выборке недавние шаги, направленные на повышение прозрачности, не повлекли за собой изменение процентных ставок, в развивающихся странах процентные ставки фактически были выше, если они имели более высокие оценки уровня прозрачности в 2006 году. Опять же, во многом этот эффект, вероятно, обусловлен малыми размерами выборки, и его следует проверить после появления дополнительных данных.

**ТАБЛИЦА 3А. РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА ДАННЫХ
ВРЕМЕННЫХ РЯДОВ, ПОЛНАЯ ВЫБОРКА**

Независимые переменные	Зависимые переменные			
	Рост	Инфляция	Кредит банковского сектора (% ВВП)	Процентные ставки
CBI 89	0.31	-7,66	8,48	-13,89
	0.67	-1,37	2,35*	-7,48**
константа	3.13	20,1	66,82	18,75
	17.85**	7,67**	46,51**	22,29**
R-квадрат	0.00	0,001	0,003	0,05
n	1708	1633	1650	1040
CWN CBI 2003	-1.09	-5,49	-34,38	4,75
	-2.36*	-2,09*	-7,81**	3,92**
константа	5.57	11,00	104,78	6,93
	17.39**	5,11**	36,08**	10,13**
R-квадрат	0.02	0,01	0,12	0,05
n	467	467	457	319
Оборот 1995–2004	0.80	-23,57	-100,74	42,75
	1.11	-5,96**	-17,51**	21,96**
константа	3.46	14,52	97,86	4,07
	24.86**	11,79**	62,19**	18,99**
R-квадрат	0.001	0,040	0,25	0,44
n	940	916	924	614
Прозрачность 1998	-2.22	-7,37	99,72	-20,73
	-5.25**	-10,99**	22,20**	-27,24**
константа	5.10	8,62	20,97	20,37
	22.99**	21,09**	8,28**	42,48**
R-квадрат	0.04	0,16	0,46	0,66
n	618	615	614	389
Прозрачность 2006	-7.18	-3,26	105,96	0,58
	-8.63**	-4,41**	15,61**	0,58
константа	8.08	5,82	58,57	5,87
	15.17**	11,61**	15,20**	9,23**
R-квадрат	0.39	0,15	0,69	0,01
n	117	117	111	66

Примечание: t-статистики приведены под значениями коэффициентов, при этом * указывает на значимость на уровне 10%, а ** — на уровне 1%.

**ТАБЛИЦА 3Б. РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА ДАННЫХ
ВРЕМЕННЫХ РЯДОВ, РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ**

Независимые переменные	Зависимые переменные			
	Рост	Инфляция	Кредит банковского сектора (% ВВП)	Процентные ставки
CBI 89–00	1.43	-8.78	-3.08	-12.13
	2.01*	-0.90	-0.90	-4.23**
константа	3.54	25.30	47.99	21.7
	13.29**	5.64**	36.84**	17.61**
R-квадрат	0.003	0.001	0.001	0.02
n	1209	1136	1136	801
CWN CBI 2003	-1.41	-9.60	-20.64	-1.67
	-2.99*	-2.23*	-4.54**	-0.94
константа	6.73	15.37	66.77	11.92
	20.60**	4.17**	19.87**	11.57**
R-квадрат	0.03	0.02	0.06	0.004
n	318	317	316	249
Оборот 1995–2004	-0.66	-3.99	-46.11	31.48
	-0.62	-0.46	-9.06**	7.13**
константа	4.50	12.79	60.69	7.63
	19.92**	5.19**	46.41**	10.09**
R-квадрат	0.001	0.000	0.12	0.10
n	633	608	627	479
Прозрачность 1998	-2.16	-7.09	19.79	-21.99
	-2.88*	-4.50**	4.11**	-16.34**
константа	5.49	9.95	40.44	20.86
	16.70**	13.87**	17.17**	30.21**
R-квадрат	0.02	0.05	0.04	0.47
n	432	428	434	309
Прозрачность 2006	-7.01	-3.98	8.15	5.92
	-6.91**	-3.46**	0.95	4.78**
константа	9.82	7.28	69.59	5.30
	17.56**	10.61**	15.18**	9.13**
R-квадрат	0.51	0.21	0.02	0.40
n	48	48	48	36

Примечание: t-статистики приведены под значениями коэффициентов, при этом * указывает на значимость на уровне 10%, а ** — на уровне 1%.

СТРАНЫ БРИК

В таблице 4 представлены различные индикаторы независимости центральных банков стран БРИК, которые существенно разнятся по уровню своей «независимости», но движутся в русле общей международной тенденции к большей независимости центрального банка. Китай, по крайней мере юридически, демонстрирует наиболее активное продвижение к независимости, при этом большой скачок в уровне его независимости связан с изменениями устава банка, который устанавливает новую цель — обеспечение стабильности цен, и с более жесткими лимитами на кредитование правительства (если говорить о назначениях, то оценки банка остаются низкими). Аналогичным образом поразительный рост индекса Бразилии связан с изменением цели политики (а именно с тем, что в 1989 году центральный банк не был заинтересован в стабильности цен) и с меньшим вмешательством в процесс назначений (таблица 5 показывает изменение по отдельным компонентам с 1989 по 2003 годы). Центральный банк Индии — единственный в выборке (и один из очень немногих в мире), уровень независимости которого за рассматриваемый период понизился, главным образом из-за отказа от цели обеспечения стабильности цен и большего государственного вмешательства в процесс назначения управляющего центральным банком.

ТАБЛИЦА 4. ОБЩИЙ УРОВЕНЬ НЦБ В СТРАНАХ БРИК, 1989–2003 ГОДЫ

	Бразилия	Россия	Индия	Китай
1989	0.21	n/a	0.34	0.29
1990	0.21	n/a	0.34	0.29
1991	0.21	n/a	0.34	0.29
1992	0.21	n/a	0.34	0.29
1993	0.21	n/a	0.34	0.29
1994	0.21	0.43	0.34	0.29
1995	0.21	0.49	0.34	0.29
1996	0.21	0.49	0.34	0.29
1997	0.21	0.49	0.34	0.29
1998	0.21	0.49	0.34	0.29
1999	0.21	0.49	0.34	0.29
2000	0.21	0.49	0.34	0.29
2003	0.46	0.63	0.29	0.63

Источник: данные 1989–2000 годов взяты из работы Polillo and Guillen (2005), данные 2003 года — из работы Crowe and Meade (2008)

С учетом этой эволюции подходов к центральным банкам в таблице 6 представлен проведенный в предыдущем разделе анализ, который был повторен для данных за 1998–2008 годы только по странам БРИК и в котором использовались те же самые пять независимых переменных: НЦБ в 1989–2000 годах, НЦБ в 2003 году, смена управляющих в 1995–2004 годах и прозрачность в 1998 году. Данные по странам БРИК более скудные, в основном из-за отсутствия кодирования НЦБ для этих стран, хотя охват данных о смене управляющих удовлетворителен. Как и в предыдущем разделе, в анализ была включена переменная прозрачности, поскольку прозрачность центрального банка в 1998 году теоретически будет отражать макроэкономические эффекты, обусловленные характером действий банка в предкризисный период 1998–2005 годов, и при этом, возможно, будет улавливать более долгосрочные институциональные эффекты независимости во время кризиса.

Рассмотрение традиционного юридического показателя НЦБ с 1990 х годов для Бразилии, России, Индии и Китая показывает, что воздействие независимости на экономический рост, инфляцию и процентные ставки является почти полностью незначимым, при этом НЦБ оказывает очень сильное отрицательное влияние на банковский кредит. Однако, как явствует из таблицы 6, эта корреляция меняется на обратную, если обновить показатель независимости центрального банка, заменив его показателем НЦБ с 2003 года, который демонстрирует сильное положительное воздействие на банковский кредит. Более чем вероятно, что это изменение объясняется малыми размерами выборки для данного показателя, или, возможно, здесь играют роль другие переменные, не включенные в этот простой анализ. В любом случае такая смена режима весьма интересна: независимость усугубляет проблемы глобальной рецессии, вместо того чтобы устранять их.

Что касается смены управляющих, то в случае стран БРИК результаты соответствуют предсказаниям теории, но с некоторыми неожиданностями. В частности, оказывается, что инфляция не коррелирована со сменой управляющих, однако частая смена управляющих сильно коррелирована с более низкими темпами роста. Этот результат может быть обусловлен тем, что частая смена управляющих сигнализирует рынкам о нестабильности, тем самым требуя премии за риск, способной затормозить рост, — результат, который подтверждает сильная корреляция между частой сменой управляющих и высокими процентными ставками. Очевидно, существуют и другие пропущенные переменные, возможно, специфичные для конкретных стран, которые играют определенную роль в объяснении инфляции в течение рассматриваемого периода, однако представляется, что смена управляющих является отражением нестабильности.

ТАБЛИЦА 5. НЦБ ПО КОМПОНЕНТАМ, 1989 ГОД ПО СРАВНЕНИЮ С 2003 ГОДОМ

	1989	2003
Бразилия		
Назначения	0.13	0.38
Разработка политики	0.17	0.33
Цель политики	0.00	0.40
Ограничения на предоставление ЦБ кредитов правительству	0.32	0.55
Россия		
Назначения	н/д	0.65
Разработка политики	н/д	0.47
Цель политики	н/д	0.60
Ограничения на предоставление ЦБ кредитов правительству	н/д	0.66
Индия		
Назначения	0.52	0.31
Разработка политики	0.00	0.27
Цель политики	0.40	0.00
Ограничения на предоставление ЦБ кредитов правительству	0.35	0.35
Китай		
Назначения	0.25	0.42
Разработка политики	0.53	0.27
Цель политики	0.20	0.80
Ограничения на предоставление ЦБ кредитов правительству	0.25	0.71

Источник: Crowe and Meade 2008

В заключение был протестирован показатель прозрачности в 1998 году. Результаты этого анализа, представленные в таблице 6, полностью противоположны описанным выше результатам для полной выборки и для выборки развивающихся стран: прозрачность практически не коррелирована ни с какими экономическими показателями. Вероятно, это обусловлено примечательным отсутствием Бразилии в рейтингах прозрачности, но может указывать и на отсутствие других эффектов, которые могут иметь большое значение в крупных развивающихся странах. Подтвердит это только дальнейший анализ с использованием надлежащего набора управляющих переменных (особенно курсовых режимов).

ТАБЛИЦА 6. ВОЗДЕЙСТВИЕ НЦБ В СТРАНАХ БРИК

Независимые переменные	Рост	Инфляция	Кредит банковского сектора (% ВВП)	Процентные ставки
СВБ 89	12.57	142.7	-347.14	-44.24
	1.87	0.38	-13.06**	-1.69
константа	1.85	-28.88	176.09	23.31
	0.87	-0.22	16.88**	2.86*
R-квадрат	0.05	0.001	0.70	0.04
n	76	76	76	66
СВН СВБ 2003	-1.15	7.52	104.05	12.51
	-0.42	1.71	3.51*	1.86
константа	8.14	3.19	32.70	3.83
	5.38**	1.90	3.28*	0.98
R-квадрат	0.008	0.12	0.36	0.14
n	24	24	24	24
Оборот 1995–2004	-18.22	27.11	-29.22	65.02
	-8.13**	1.73	-0.97	6.84**
константа	12.03	0.33	76.15	-5.99
	15.21**	0.10	6.73**	-2.94*
R-квадрат	0.55	0.06	0.02	0.47
n	56	56	56	55
Прозрачность 1998	4.72	16.53	-59.25	31.91
	0.86	0.79	-1.12	1.83
константа	4.42	-3.60	89.55	-9.52
	1.36	-0.32	2.84*	-1.02
R-квадрат	0.03	0.03	0.05	0.13
n	24	24	24	24

Примечание: t-статистики приведены под значениями коэффициентов, при этом * указывает на значимость на уровне 10%, а ** — на уровне 1%.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ И ВЫВОДЫ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ: БУДУЩЕЕ НЦБ ПОСЛЕ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА



4

Вопрос о независимости центральных банков представляет собой бурно развивающийся и богатый источник исследований в экономической литературе последних двух десятилетий, однако влияние независимости центральных банков на макроэкономические переменные в ходе текущего глобального финансового кризиса — область, на которую до сих пор не обращали внимания. Представленный выше анализ показывает, что эта область требует более тщательного изучения. Возможно, на некоторые из полученных результатов влияют показатели измерения НЦБ (а также малое число наблюдений, относящихся к периоду кризиса), и тем не менее вопросы, касающиеся НЦБ как до, так и после кризиса, все еще остаются.

Одна из областей, которая могла бы заслуживать дополнительного исследования, связана с тем, действительно ли центральные банки сохраняют свою независимость на протяжении финансового кризиса. Если учесть тот факт, что последнее кодирование индексов НЦБ относится либо к 2003 году (CWN), либо к 2006 году (Кроу–Мид), мы по-прежнему не знаем, изменилась ли степень независимости, когда правительства мобилизовали силы для реакции на кризис. Обуздали ли страны НЦБ, с тем чтобы уменьшить сокращение экономики под влиянием рецессии, и перенесли ли центральные банки акцент с обычного для себя установления целевых показателей инфляции на установление целевых показателей объема производства? Если это фактически произошло, это могло бы объяснить некоторые из полученных результатов, но все же не согласовывалось бы с нашим выводом о том, что в странах с более прозрачными центральными банками наблюдалось гораздо большее падение объема производства. В любом случае это весьма плодотворная область для исследования.

Вместе с тем для разработчиков политики, возможно, более актуален вопрос о том, имеет ли НЦБ хоть какое-то значение? Несовпадение между результатами для индикатора независимости, измеряемой посредством индекса CWN, и для индикатора прозрачности могут указать путь дальнейших размышлений об институциональной структуре центральных банков и о том, как независимость может фактически повлиять на экономические результаты. В самом деле, некоторые наиболее любопытные результаты анализа касаются прозрачности и показывают, что как развитые, так и развивающиеся страны с более прозрачными центральными банками были скорее склонны выдавать больше кредитов и преимущественно имели более низкие процентные ставки. Как отмечалось выше, эти результаты могут указать путь к тому, чтобы «независимый» центральный банк стал независимым не только от правительства, но и от политического давления со стороны делового сообщества. Юридическая

независимость могла сохраниться, но на центральные банки все же могло оказываться давление, заставлявшее их удерживать низкие процентные ставки и «накачивать» кредитные ресурсы, с тем чтобы избежать жесткой проверки и пристального общественного внимания. В этом смысле меньшая прозрачность, возможно, была бы для центральных банков предпочтительнее, чем избранный ими путь.

Подобным образом, судя по нашим результатам, смена управляющих центральными банками также оказывает противоречивое воздействие. Хотя, согласно стандартному подходу, частая смена управляющих — это плохой политический ход, и наши результаты подтверждают, что слишком частая смена руководства может привести к росту процентных ставок, возможно, существует некоторый оптимальный срок полномочий управляющего центральным банком, который позволяет сохранить институциональную стабильность ЦБ (а следовательно, снизить процентные ставки), одновременно устранив соблазн изображать из себя Бога в отношениях с экономикой (подобно Алану Гринспену в Соединенных Штатах). Опыт прошлого десятилетия показывает, что, возможно, требуется больше экспериментировать со сроком нахождения в должности управляющего центральным банком.

В настоящем обсуждении оптимальной институциональной структуры центрального банка — и с учетом возможной роли центральных банков в создании кризиса, а затем в деятельности по его преодолению — мы можем услышать отголоски прежних дебатов о центральных банках и их влиянии на экономику: оказывает ли институциональная организация центрального банка такое же воздействие, как используемые им модели и проводимая им политика? Если в период кредитного бума начала 2000-х годов институт центрального банка был независимым, то, возможно, важнее отучить банкиров стран с развитым и формирующимся рынком от использования плохих моделей, чем предоставлять им большую независимость. Существует серьезная разница между независимым центральным банком и центральным банком, который не может осуществить свою политику, однако, как показало последнее десятилетие, более значительная эффективность в реализации ошибочной политики не приводит к оптимальным результатам.

Приложение

РЕГРЕССИОННЫЕ УРАВНЕНИЯ

Уравнение	Панельные данные		Временные ряды
	Рост в 2001–2008		Рост
1	$\Delta y_{\text{среднее за 01-08}} = \text{CBI}_{1989 \text{ и } 2003} + \varepsilon$	15	$\Delta y_{it} = \text{CBI}_{1989 \text{ и } 2003} + \varepsilon$
2	$\Delta y_{\text{среднее за 01-08}} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$	16	$\Delta y_{it} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$
3	$\Delta y_{\text{среднее за 01-08}} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$	17	$\Delta y_{it} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$
	Инфляция 2001–2008		Инфляция
4	$\Delta \pi_{\text{среднее за 01-08}} = \text{CBI}_{1989 \text{ и } 2003} + \varepsilon$	18	$\Delta \pi_{it} = \text{CBI}_{1989 \text{ и } 2003} + \varepsilon$
5	$\Delta \pi_{\text{среднее за 01-08}} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$	19	$\Delta \pi_{it} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$
6	$\Delta \pi_{\text{среднее за 01-08}} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$	20	$\Delta \pi_{it} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$
	Инфляция 2006–2008		Банковский кредит
7	$\Delta \pi_{\text{среднее за 01-08}} = \text{CBI}_{2003} + \varepsilon$	21	$\Delta \text{BankCredit}_{it} = \text{CBI}_{1989 \text{ и } 2003} + \varepsilon$
8	$\Delta \pi_{\text{среднее за 01-08}} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$	22	$\Delta \text{BankCredit}_{it} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$
9	$\Delta \pi_{\text{среднее за 01-08}} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$	23	$\Delta \text{BankCredit}_{it} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$
	Банковский кредит 2001–2008		Процентная ставка
10	$\Delta \text{BankCredit}_{\text{среднее за 01-08}} = \text{CBI}_{2003} + \varepsilon$	24	$\Delta i_{it} = \text{CBI}_{1989 \text{ и } 2003} + \varepsilon$
11	$\Delta \text{BankCredit}_{\text{среднее за 01-08}} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$	25	$\Delta i_{it} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$
	Процентная ставка 2001–2008	26	$\Delta i_{it} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$
12	$\Delta i_{\text{среднее за 01-08}} = \text{CBI}_{2003} + \varepsilon$		
13	$\Delta i_{\text{среднее за 01-08}} = \text{turnover9504}_i + \varepsilon$		
14	$\Delta i_{\text{среднее за 01-08}} = \text{transparency1998}_i + \varepsilon$		

Примечания:

Δy — изменение реального ВВП по годам или в среднем за указанный период;

$\Delta \pi$ — годовое изменение инфляции;

Δi — годовое изменение процентной ставки;

CBI_{2003} — невзвешенный индекс независимости CWN в 2003 году;

Turnover9504 — показатель смены управляющих центральными банками

Кроу–Мид;

Transparency1998 — индекс прозрачности Кроу–Мид; y

ε — остаточный член.

Литература

- Ahrend, Rudiger, Boris Cournède, and Robert Price, 2008, “Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil,” OECD Economics Department Working Paper No. 597 (March).
- Akhand , Hafiz A., 1998, “Central Bank Independence and Growth: A Sensitivity Analysis,” *Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d’Economie*, Vol. 31, No. 2 (May), стр. 303–317
- Alesina, Alberto, 1988, “Macroeconomics and Politics,” NBER *Macroeconomics Annual*, Vol. 3, стр. 13–52.
- Alesina, Alberto and Lawrence H. Summers, 1993. “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence.” *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (May), стр. 151–162.
- Armstrong, David, and Irwin Morris, 2003, “Studying Central Bank Independence: Missing Data and other Methodological Issues”, доклад, подготовленный для представления на Ежегодном совещании Американской ассоциации политических наук, 28–31 августа 2003 года, Филадельфия, штат Пенсильвания.
- Banaian, King, 2008, “Measuring Central Bank Independence: Ordering, Ranking, or Scoring?” в Banaian and Roberts (eds), *The Design and Use of Political Economy Indicators* (New York: Palgrave).
- Barro, Robert J. and David Gordon, 1983, “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, стр. 101–121.
- Boorman, Jack, 2009, “The Impact of the Financial Crisis on Emerging Market Economies: The Transmission Mechanism, Policy Response, and Lessons”, доклад, подготовленный для Глобального совещания Форума по формирующимся рынкам, Мумбаи, Индия, 23 июня 2009 года, доступен в режиме онлайн по адресу: http://www.emergingmarketsforum.org/papers/pdf/2009-EMF-Global-Boorman_Financial_Crisis.pdf.

- Brumm, H.J., 2002, "Inflation and Central Bank Independence Revisited," *Economics Letters*, Vol. 77, стр. 205–209.
- Cotis, J-P, J. Elmeskov and A. Morougane, 2004, "Estimates of Potential Output: Benefits and Pitfalls from a Policy Prospective," в L. Reichlin (ed.), *The Euro Area Business Cycle* (London: Centre for Economic Policy Research)
- Crowe, Christopher, and Ellen E. Meade, 2008. «Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness.» *European Journal of Political Economy*, Vol. 24 No. 4, стр. 763–777.
- Cukierman, Alex, 1992, *Central Bank Strategy, Credibility and Autonomy* (Cambridge: MIT Press).
- 2006. «Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future.» *Central Bank of Chile Working Paper No. 360*.
- Cukierman, Alex, Steven Webb, and Bilin Neyapti, 1992, "Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes," *World Bank Economic Review*, Vol. 6, стр. 353–398.
- Cukierman, Alex, and Steven Webb, 1995, "Political Influence on the Central Bank: International Evidence," *World Bank Economic Review*, Vol. 9, стр. 397–423.
- De Haan, Jakob, and Gert-Jan Van 't Hag, 1995, "Variation in Central Bank Independence Across Countries: Some Provisional Empirical Evidence," *Public Choice*, 85: стр. 335–351
- De Haan, Jakob and Willem J. Kooi, 2000, «Does Central Bank Independence Really Matter? New Evidence For Developing Countries Using A New Indicator.» *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24 no. 4, стр. 643–664.
- Eijffinger, S.C.W., and E. Schaling, 1993, "Central Bank Independence in Twelve Industrial Economies," *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* No. 184, стр. 49–89.
- Eijffinger, S.C.W, E. Schaling, and M. Hoeberichts, 1998, "Central Bank Independence: a Sensitivity
- Analysis," *European Journal of Political Economy*, Vol. 14 (1998), стр. 73–88.
- Esanov, Akram, Christian Merkl, and Lúcio Vinhas de Souza, 2004, «A Preliminary Evaluation of Monetary Policy Rules for Russia.» *Kiel Working Papers 1201*, Kiel Institute for the World Economy.
- Favero, Carlo A., and Giavazzi, Francesco, 2002, "Why are Brazil's Interest Rates So High?," доступно по SSRN: <http://ssrn.com/abstract=326781>.

- Fischer, Andreas M., 1996 “Central Bank Independence and Sacrifice Ratios.” *Open Economies Review*, Vol. 7, стр. 5–18.
- Foster, J.D., 2009, “Understanding the Great Global Contagion and Recession,” *Heritage Backgrounder*, No. 2331 (October).
- Fujiki, Hiroshi, 1996, “Central Bank Independence Indexes in Economic Analysis: A Reappraisal,” *Monetary and Economic Studies (Bank of Japan’s Institute for Monetary and Economic Studies)*, Vol. 14 no. 2 (December), стр. 79–101.
- Gangopadhyay, Partha, and James Glenn, 2008, “Central Bank Independence & Economic Efficiency”, доклад, подготовленный для Конференции по денежно-финансовым вопросам, организованной Институтом исследований развития им. Индиры Ганди (Мумбаи), 18–19 января 2008 года. Доступен в режиме онлайн по адресу:
- http://www.igidr.ac.in/~money/mfc_10/Partha%20Gangopadhyay_submission_2.pdf.
- Geraats, P., 2002, “Central Bank Transparency,” *Economic Journal*, Vol. 112, стр. 532–565.
- Granville, Brigitte and Sushanata Mallick, 2006, “Does Inflation or Currency Depreciation Drive Monetary Policy in Russia?” *Research in International Business and Finance*, Vol. 20, стр. 163–179.
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro, and Guido Tabellini, 1991 “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries.” *Economic Policy*, Vol. 13, стр. 341–392.
- Gutierrez, Eva, 2003, «Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence from Latin America and the Caribbean.» IMF Working Paper 03/53, International Monetary Fund.
- Hartwell, Christopher, 2010, “Measuring Central Bank Independence: A New Comprehensive Index,” Доклад, подготовленный для Центра изучения демократического управления Университета Иллинойса в Урбана-Шампейне, апрель.
- Hayo, Bernd, and Stefan Voigt, 2008, «Inflation, Central Bank Independence, and the Legal System.» *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 164 No. 4 (December), стр. 751–777.
- Jordan, Thomas, 1998, “An Empirical Observation on Central Bank Independence and Real Output,” *Open Economies Review*, Vol. 9 No. 3 (July), стр. 221–227.
- Klomp, Jeroen and Jakob de Haan, 2009, «Central Bank Independence and

Financial Instability,» *Journal of Financial Stability*, Vol. 5 No. 4 (December), стр. 321–338.

- Kydland, Finn, and Edward Prescott, 1977, «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,» *Journal of Political Economy*, Vol. 85 (June), стр. 473–490.
- Nordhaus, William, 1975, «The Political Business Cycle,» *Review of Economic Studies*, Vol. 42 (April), стр. 169–190.
- Polillo, Simone, and Mauro F. Guillén, 2005, “Globalization Pressures and the State: The Global Spread of Central Bank Independence,» *American Journal of Sociology*, Vol. 110 No. 6 (May), стр. 1764–1802.
- Posen, A. S. 1993, “Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix for Politics,» в R. O’Brien (ed.), *Finance and the International Economy* (New York: Oxford University Press), стр. 40–65.
- 1995, “Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence,» в B. Bernanke and J. Rotemberg (eds.) *NBER Macroeconomic Annual 1995*, (Cambridge: MIT Press).
- Rogoff, Kenneth, 1985, “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target,» *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, стр. 1169–1190.
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 1989, “Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz,» *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 4, стр. 121–170.
- Schellekens, P, 2002, “Caution and Conservatism in the Making of Monetary Policy,» *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, стр. 160–177.
- Taylor, John, B., 1993, “Discretion versus Policy Rules in Practice,» *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, стр. 195–214.
- Walsh, Carl E., 1995, “Optimal Contracts for Central Bankers,» *American Economic Review*, Vol. 85 no. 1, стр. 150–167.

Автор:
Кристофер Хартуэлл,
приглашенный научный сотрудник
SIEMS

Главный редактор:
Сэм Парк,
президент SIEMS
(spark@skolkovo.org)

Обзоры Института исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО:

Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (Февраль 2009)

«Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (Март 2009)

«Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (Май 2009)

«Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (Июнь 2009)

«Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (Август 2009)

«Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (Сентябрь 2009)

«Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (Декабрь 2009)

«Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (Январь 2010)

«К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (Февраль 2010)

«Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (Март 2010)

«Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России

и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (Апрель 2010)

«Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (Июнь 2010)

«Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (Июль 2010)

«Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (Август 2010)

«Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (Ноябрь 2010)

Тематические доклады Института исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО:

«Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (Май 2010)

«Великий уравнитель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (Сентябрь 2010)

«Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (Ноябрь 2010)

Институт исследования быстроразвивающихся рынков SKOLKOVO (SIEMS). Возглавляемый профессором Сын Хо “Сэм” Пак и расположенный в Пекине (Китай) Институт стремится стать лидирующим научно-исследовательским центром по изучению быстрорастущих экономик, уделяющий особое внимание России, Китаю и Индии. Работа института сфокусирована на предоставлении справочных материалов обществу, корпоративным менеджерам и чиновникам путем создания точных, но практических знаний в целом комплексе сфер, включая сферы государственной и макроэкономической политики, промышленности и технологий, а также в сфере разработки корпоративных стратегий.

Исследования Института являются междисциплинарными, они основаны на сотрудничестве и привлечении ученых со всего мира и охватывают различные области общественных наук через сравнительный подход к анализу данных, полученных из этих трех стран. Среди исследователей Института есть как представители трех основных стран, работающих на постоянной основе, так и сотрудники из других областей, в настоящее время активно задействованные в исследовании быстрорастущих рынков. Институт стремится стать центром для создания, распространения и обмена знаниями среди ученых и менеджеров, имеющих дело с быстрорастущими рынками по всему миру посредством регулярного участия в круглых столах и форумах. Исследовательские продукты Института распространяются главным образом через рабочие документы, отчеты, книги, статьи и конференции, посвященные специальным темам.

Институт исследования быстроразвивающихся
рынков SKOLKOVO
Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634

Московская школа управления СКОЛКОВО — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения.

Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Президент Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа Full-time MBA.

Московская школа управления СКОЛКОВО
Россия, Московская область
Одинцовский район
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68



«Эрнст энд Янг» является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Коллектив компании насчитывает 144 000 сотрудников в разных странах мира, которых объединяют общие корпоративные ценности, а также приверженность качеству оказываемых услуг. Мы создаем перспективы, раскрывая потенциал наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

С открытием нашего московского офиса в 1989 году мы стали первой международной фирмой по оказанию профессиональных услуг в России и Содружестве Независимых Государств. Мы постоянно расширяем наши услуги и ресурсы с учетом потребностей клиентов в различных регионах СНГ. В 16 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Тольятти, Южно-Сахалинске, Алматы, Астане, Атырау, Баку, Киеве, Донецке, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 3400 специалистов.

Специалисты «Эрнст энд Янг» являются признанными лидерами в своих профессиональных областях, они применяют передовые ноу-хау во всех отраслевых направлениях нашей деятельности. Мы оказываем содействие клиентам в области управления бизнес-рисками, а также в поиске действенных решений и новых возможностей для развития их компаний. Накопленный нами более чем 20-летний опыт работы в странах СНГ позволяет нам предоставлять клиентам наиболее ценную информацию и, опираясь на проверенные ресурсы нашей организации, создавать основу для улучшения показателей деятельности и повышения прибыльности компаний.

Ernst & Young

Россия, 115035, Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1

Тел: +7 (495) 755 9700

Факс: +7 (495) 755 9701

E-mail: moscow@ru.ey.com

Website: www.ey.com

Московская школа управления СКОЛКОВО
Россия, Московская область, Одинцовский район,
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68

Институт исследования быстроразвивающихся
рынков СКОЛКОВО
Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634