

«Группа двадцати» и застой в сфере денежно-кредитной политики^{*, 1}

Э. Бейкер

Бейкер Эндрю – доктор, преподаватель политической экономики, факультет политики, международных исследований и философии, Королевский университет Белфаста, Северная Ирландия, Великобритания; BT7 1NN, Queen's University of Belfast, Belfast; E-mail: a.baker@qub.ac.uk

После финансовых потрясений 2008 г. денежно-кредитная политика находится в состоянии застоя, характеризующемся отсутствием каких-либо изменений и развития и фактической фиксацией ее параметров. Процентные ставки остаются на низких уровнях в течение значительного периода времени, в то время как инфляция постоянно оказывается выше или ниже целевых показателей. В то же время применяются различные инструменты нетрадиционной денежно-кредитной политики, основанные на покупке активов и предоставлении ликвидности. Различные субъекты, в том числе международные организации, подняли вопрос об обоснованности и устойчивости существующих подходов к денежно-кредитной политике, не в последнюю очередь потому, что инфляционное таргетирование перестало выступать в качестве надежного ориентира для такой политики еще шесть лет назад. Несмотря на это, центральные банки не желают участвовать в обсуждении перехода к новой формальной парадигме этой политики. В данной статье утверждается, что только лидеры «Группы двадцати», являющейся политическим форумом высокого уровня, имеют достаточно политической власти для того, чтобы призвать центральные банки к ответственности и инициировать масштабное обсуждение будущей денежно-кредитной политики. Приводятся аргументы в пользу создания рабочей группы по монетарной политике для обсуждения ряда позиций, включая взгляды Банка международных расчетов и МВФ, и выработки соответствующих рекомендаций. Основным аргументом заключается в том, что «Группа двадцати» наиболее успешно выполняет роль лидера в реформировании международной финансовой системы в тех случаях, когда создает специализированные рабочие группы и использует результаты их работы в своей деятельности.

Ключевые слова: «Группа двадцати», денежно-кредитная политика, инфляционное таргетирование, центральные банки, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд, количественное смягчение

После финансовых потрясений 2008 г. денежно-кредитная политика находится в состоянии застоя. Процентные ставки остаются на низких уровнях в течение значительного периода времени, в то время как инфляция постоянно оказывается выше или ниже целевых показателей. Большинство центральных банков по всему миру формально сохраняют приверженность инфляционному таргетированию, но целевые показатели инфляции перестали выступать в качестве надежного ориентира и основы финансовой политики. Режимы монетарной политики не функционируют надлежащим образом на фоне постоянных неудач центральных банков в деле достижения целевых показателей инфляции. В то же время стали применяться различные инструменты нетрадиционной денежно-кредитной политики, основанные на покупке активов и предостав-

* Позиция редакции может не совпадать с мнением авторов.

¹ Перевод выполнен м.н.с. Центра исследований глобального управления Института международных организаций и международного сотрудничества НИУ ВШЭ А.В. Шелеповым.

лении ликвидности. Различные субъекты, в том числе международные организации, поднимали вопрос о возможности продления и устойчивости существующих методов денежно-кредитной политики. Важно отметить, что во многих странах краткосрочные процентные ставки близки к нулю. На ранних стадиях реагирования на кризис 2008 г. многие центральные банки фиксировали инфляцию на уровне выше своих целевых показателей. Затем инфляция практически повсеместно упала ниже стандартного целевого уровня в 2%, достигнув 1% и ниже. Следствием этого является то, что дальнейшее сокращение процентных ставок в качестве стимулирующей меры невозможно. Монетарные стимулы исчерпаны и, вероятно, достигли своих пределов. В то же время таргетирование инфляции также не дает оснований для повышения процентных ставок, поскольку, согласно последним данным, инфляция снижается в большинстве ключевых экономик мира. Между тем опасения по поводу негативных последствий повышения ставок в больших масштабах и значительные размеры задолженности домохозяйств и финансового сектора заставляют власти проводить осторожную финансовую политику, в то время как долг продолжает расти, а цены на финансовые активы остаются завышенными.

Итогом воздействия всех этих факторов является неспособность эффективного использования денежно-кредитной политики в качестве инструмента макроэкономического управления, выходящего за рамки политики покупки активов, позиции которой в настоящий момент начинают ослабляться, поскольку признано, что она достигла своих пределов. Общим следствием этого является нахождение денежно-кредитной политики в состоянии застоя, при котором она не меняется и не прогрессирует, по сути, будучи парализованной. Кроме того, центральные банки не спешат начинать дискуссию о переходе на новую модель денежно-кредитной политики, несмотря на весомые доказательства того, что существующие формальные подходы перестали выступать в качестве надежного руководства по ее реализации. В этой связи лидеры и министры финансов «Группы двадцати» могли бы использовать механизм «двадцатки» для запуска на международном уровне дискуссии относительно того, что должны представлять собой подходы к денежно-кредитной политике в будущем.

Отчасти инерция, или застой, в области денежно-кредитной политики основывается на предположении, что в конечном итоге она вернется к традиционной модели, с акцентом на стабильность цен и низкий уровень инфляции в среднесрочной перспективе. На сегодняшний день, спустя шесть лет после начала кризиса, такого возврата не произошло и настало время подвергнуть сомнению это предположение. Парадокс заключается в том, что на фоне застоя традиционной денежно-кредитной политики в текущем периоде, иррелевантность существующих подходов к ней предполагает, что монетарная политика в широком смысле вступает в период изменений и должна быть фундаментально переосмыслена. Центральные банки практически не имеют институциональных стимулов для начала обсуждения подходов к денежно-кредитной политике, поскольку инфляционное таргетирование является неотъемлемым компонентом с трудом обретенной ими независимости. Несмотря на это, все больше фактов свидетельствует о том, что таргетирование инфляции, по крайней мере в его нынешнем виде, является неустойчивой основой для денежно-кредитной политики, которая в конечном счете утратила свойства эффективного инструмента экономической политики в ряде системно значимых стран. В данной статье рассматривается состояние застоя денежно-кредитной политики и роль, которую может сыграть «Группа двадцати» в его преодолении и стимулировании процесса переосмысления подходов к монетарной политике.

Данная статья начинается с описания застоя в денежно-кредитной политике. Затем проводится сравнительный анализ и противопоставление изменений в подходах к финансовому регулированию, проявившихся в усилении макропруденциального регулирования, и относительной инертности и застоя в денежно-кредитной политике. Также раскрывается ряд критических позиций в отношении режима инфляционного таргетирования и выявляются отличия между формирующейся позицией Банка международных расчетов (БМР) и подходом Международного валютного фонда (МВФ). Наконец, рассматривается через призму подотчетности потенциальная роль «Группы двадцати» в преодолении этого застоя, а также анализируется, каким образом «двадцатка», являясь форумом высокого уровня [Baker, 2010; Baker, Carey 2014], может призвать центральные банки к ответственности и инициировать широкомасштабную дискуссию о будущем денежно-кредитной политики. При этом обсуждается, почему правительствам «Группы двадцати» имеет смысл прилагать коллективные усилия в этом направлении, а не действовать индивидуально. В статье утверждается, что только формат встреч лидеров «двадцатки» обладает необходимой политической силой для решения этой задачи. Также предлагается учредить рабочую группу по денежно-кредитной политике для выработки рекомендаций в данной сфере, так как «Группа двадцати» наиболее эффективно выполняет функции лидера в деле реформирования международной финансовой системы именно при создании и использовании результатов деятельности специализированных рабочих групп.

Глобальные вызовы

После финансового краха 2008 г. постулаты таргетирования инфляции были поставлены под сомнение. Акцент на стабильности цен не гарантировал защиту от нестабильности в финансовой и макроэкономической сфере в период, предшествующий кризису. Реакцией на это центральных банков стало использование инструментов вне традиционной политики процентных ставок и активное расширение собственных балансов за счет различных «нетрадиционных» механизмов покупки активов. Вследствие этого граница между монетарной и фискальной политикой оказалась размыта именно в тот момент, когда долги государственного сектора резко выросли в результате макроэкономического спада, вызванного финансовым кризисом и использованием средств суверенных фондов для спасения от банкротства или поддержки испытывающих трудности финансовых институтов. Способность центральных банков удерживать инфляцию в пределах установленных диапазонов и, в частности, избегать дефляции (например, в еврозоне) в настоящее время вызывает все больше вопросов, в частности, со стороны МВФ. В то же время Клаудио Борио из БМР выступает с критикой некоторых основных предположений текущих концепций монетарной политики, утверждая, что используемые в настоящее время макроэкономические модели не обеспечивают достаточных возможностей по прогнозированию и противодействию финансовым кризисам, в результате чего последние выявляют значительные расхождения между теорией и практикой экономической политики [Borio, 2011a, 2011b].

В 1990-е годы и в преддверии финансового кризиса 2008 г. сохранялся узкий взгляд центральных банков на монетарную политику. Эта политика была направлена на достижение стабильности цен посредством таргетирования инфляции и опиралась на веру в способность рынков самостоятельно обеспечивать равновесие. В основе этой предкризисной политики лежали четыре предположения [Ibid., 2011b]. Во-первых, стабильность цен считалась достаточной для обеспечения макроэкономической стабильности.

При стабилизации инфляции на среднесрочном двухлетнем временном горизонте экономика, как предполагалось, сможет сама обеспечить собственную стабильность. Во-вторых, высказывалось мнение, что денежно-кредитная политика и политика по обеспечению финансовой стабильности могут существовать в качестве отдельных сфер, т.е. монетарная политика будет сосредоточена на поддержании стабильности цен, в то время как надзор обеспечит устойчивость отдельных финансовых институтов как основу финансовой стабильности. Кроме того, надзорные функции все чаще осуществлялись отдельным регулирующим органом, а не центральным банком. С точки зрения аналитики поведение финансовой системы и рынков было отделено от макроэкономических моделей, которые игнорировали долгосрочные финансовые циклы длиной 15–20 лет и в значительной степени недооценивали роль финансовой нестабильности и ненадлежащее функционирование рынков. В-третьих, краткосрочные корректировки процентных ставок рассматривались в качестве основного инструмента монетарной политики, достаточного для осуществления ею стабилизационной функции по отношению к экономике в целом. Это предположение было основано на рациональных ожиданиях о будущих процентных ставках, которые исключали возможность снижения ставок до нуля центральными банками и в значительной степени игнорировали опыт Японии. В-четвертых, эти предпосылки сопровождались реализацией доктрины «поддержания порядка в собственном доме». Эта доктрина была макроэкономическим аналогом микропруденциального подхода в финансовом регулировании, в рамках которого устойчивость каждого отдельного института рассматривалась как основа стабильности всей финансовой системы. В глобальном макроэкономическом аналоге страны заменяли отдельные финансовые институты, а мировая экономика — финансовую систему. Все, что требовалось от центральных банков, — обеспечить стабильность цен в собственной экономике и плавающий обменный курс (хотя и было признано, что малые открытые экономики могут извлечь выгоду из политики привязки своего обменного курса).

В период после кризиса появились признаки перемен. Во-первых, низкая инфляция, как признано в настоящее время, не является гарантом макроэкономической и финансовой стабильности. Низкая инфляция, низкая доходность и, очевидно, низкие риски системы в целом способствовали увеличению частных рисков и росту закредитованности в период до 2007–2008 гг. Во-вторых, снижение процентных ставок было признано недостаточным для устранения всех негативных последствий финансового кризиса. В этой связи центральные банки увеличили свои балансы, чтобы активнее влиять на финансовые условия путем приобретения активов государственного и частного секторов и обеспечения ликвидности в банковской системе. Наконец, произошел идейный сдвиг в сторону макропруденциальной политики. Теперь регулирование сфокусировано на финансовой системе в целом, а не только отдельных институтах. При этом признается существование проциклических тенденций на финансовых и кредитных рынках, склонность инвесторов к «стадному поведению», а также уязвимость и нестабильность, характеризующие сложную финансовую систему, элементы которой тесно взаимосвязаны [Baker, 2013a]. Центральные банки получили новые полномочия по использованию инструментов контрциклической политики, таких как контрциклические буферы капитала, требования в отношении ликвидности, коэффициенты «кредит/стоимость обеспечения» и лимиты на кредитование недвижимости. Макропруденциальная политика является гораздо более интервенционистским подходом центральных банков к борьбе с финансовыми и кредитными циклами. Говоря коротко, этот подход связан с использованием пруденциальных мер для решения макроэкономических задач, хотя мы находимся в самом начале пути по формированию подобных

режимов политики [Haldane, 2014a]. В интеллектуальном плане макропруденциальная позиция представляет собой полный отказ от господствовавшей в предкризисный период теории, которая, по словам бывшего главы Ведомства по финансовым услугам Великобритании Адэра Тернера, основывалась на упрощенной версии гипотезы эффективного рынка, и стала частью институциональной ДНК, оправдывая поверхностные оценки рисков на основе собственных моделей риск-менеджмента банков [Turner, 2011].

В целом центральные банки продолжили придерживаться мнения, что денежно-кредитная политика должна быть направлена на поддержание стабильности цен, а макропруденциальная – на обеспечение финансовой стабильности. Другими словами, разрозненный характер денежно-кредитной политики и мер по обеспечению финансовой стабильности сохранился и после кризиса. Кроме того, эти две сферы, по словам одного из сотрудников БМР, который сыграл ведущую роль в стимулировании идейного сдвига к макропруденциальной политике, теперь характеризуются «совершенно разными языками и предположениями, и эта ситуация неприемлема» (из конфиденциального интервью с сотрудником БМР, 20 февраля 2014 г.).

Согласно одному из толкований, кризис 2008 г. привел к «рецессии балансов», имевшей глобальные последствия. Денежно-кредитная политика стала менее эффективной в контексте рецессии балансов, характеризующейся высоким уровнем задолженности экономических агентов и вяло функционирующими банковскими системами. В этих условиях использование существующих моделей денежно-кредитной политики также не дает ожидаемых результатов. Многие центральные банки постоянно не могут достичь целевых показателей инфляции на фоне близких к нулю процентных ставок, в то время как дефляция (или очень низкая инфляция ниже целевых уровней) охватила еврозону. Эффективность денежно-кредитной политики также сковывается проблемой избыточного долга, который заставляет финансовые власти беспокоиться о потенциальном социальном ущербе и нарушении функционирования рынков, вызванном повышением процентных ставок, в то время как снижение ставок не способствует повышению экономической активности среди обремененных задолженностью экономических агентов. Это паралич является основой застоя денежно-кредитной политики. Также существуют опасения, что чрезвычайно аккомодационная денежно-кредитная политика маскирует проблему долга, искажая потенциал домашних хозяйств и предприятий по его обслуживанию. Кроме того, есть опасения, что доходы финансовых посредников, таких как страховые компании и пенсионные фонды, снижаются при устойчиво низких процентных ставках [Borio, 2011b]. В своем последнем докладе по этой тематике БМР призвал центральные банки отказаться от мягкой монетарной политики, подчеркивая риски ее слишком поздней нормализации [BIS, 2014; Jones, Flemming, 2014]. Аналитический подход БМР сосредоточен на балансах и финансовых циклах. Эксперты БМР предупреждают, что денежно-кредитная политика приоритизирует «спасательные операции», теряя при этом возможности сдерживания экономических бумов [Jones, Flemming, 2014]. Низкие процентные ставки также привели к ослаблению валют, что, хотя и сыграло определенную роль в восстановлении экономики за счет стимулирования экспорта, также способствовало притоку легких денег на развивающиеся рынки вследствие политики сопротивления росту обменных курсов и в итоге привело к возникновению импортируемой инфляции и растущим опасениям относительно валютных войн, конкурентной девальвации и других видов протекционистской политики.

Говоря коротко, денежно-кредитная политика находится в состоянии паралича или зстоя. Растет недовольство различных сторон существующими моделями экономической политики, которые изжили себя. Эта проблема не может быть решена путем самостоятельных и независимых действий национальных органов, не в последнюю очередь потому, что финансовые дисбалансы приняли глобальный характер, и одиночные действия стали бы повторением ошибок решения проблем на микроуровне в рамках доктрины «поддержания порядка в собственном доме». Кроме того, многие считают, что обмен опытом и взаимное обучение имеют эпистемологические преимущества, заключающиеся в расширении спектра информации, на основе которой принимаются обоснованные решения, а также не дают государствам остаться один на один с трудной задачей изменения статуса независимых центральных банков.

Идейный сдвиг к макропруденциальному регулированию и застою денежно-кредитной политики

Опыт предыдущих масштабных финансовых и экономических кризисов привел к тому, что многие политэкономисты связывают такие потрясения со значительными идейными сдвигами [Blyth, 2002; Widmaier, Blyth, Seabrooke, 2007; Hall, 1993]. С 2008 г. этот идейный сдвиг наиболее очевидно проявился через возникновение макропруденциального регулирования [Baker 2013a, 2013b]. Макропруденциальный подход ставит под вопрос и опровергает значительную часть предкризисной ортодоксии. Этот подход подразумевает системный взгляд и рассматривает финансовый риск как эндогенный фактор, или результат коллективного поведения финансовых институтов. Условия кредитования, цены на активы и макроэкономические показатели воспринимаются как зависимые от развития процессов в финансовой системе в целом. Цель политики состоит в том, чтобы рассчитать параметры риска и установить стандарты платежеспособности для системы в целом, прежде чем двигаться в «обратном» направлении и разработать стандарты для отдельных финансовых учреждений. Макропруденциальный анализ можно разделить на два измерения – временное (как совокупный риск изменяется с течением времени) и структурное (как риск распределяется в рамках системы в данный момент времени). Временное измерение связано с понятием процикличности и убеждением, что макрофинансовый цикл является важнейшим источником нестабильности. Структурное измерение относится к взаимосвязи между институтами, приводящей к общим сбоям и возникновению уязвимости перед общими источниками риска. Принцип решения проблемы процикличности заключается в создании буферов капитала в благоприятное время, когда совокупный риск в экономике растет, с тем чтобы эти буферы могли быть использованы в плохие времена, когда риски материализуются. Для решения проблем взаимозависимости и общей уязвимости используется принцип калибровки пруденциальных инструментов с учетом вклада каждого финансового института в системный риск при условии определения уровня риска, приемлемого для системы в целом. В более жесткой версии политики угрозы структурной уязвимости дополнительно стимулируют необходимость разделения между коммерческой и инвестиционной банковской деятельностью, хотя бы на минимально возможном уровне.

В рамках экономической политики значительно выросла популярность макропруденциального подхода [Baker, 2013a, 2013b]. Международное сообщество решительно поддержало необходимость создания системы макропруденциального регулирования [FSF, 2009; De Larosiere et al., 2009; G20, 2009], международные регулирующие органы укрепили макропруденциальную направленность своих стандартов, национальные

и наднациональные органы создали новые институты с явно выраженными макропруденциальными функциями, и значительный объем работы осуществляется в настоящее время с целью наиболее эффективной реализации принятых решений. Мониторинг и ограничение системных рисков является основной целью этой политики. Оценка требований к банковскому капиталу и ликвидности, проводимая Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН), была основана на оценке по методу «сверху вниз» положительного и негативного влияния стандартов Базель III на общий объем выпуска в экономике. БКБН также внедрил контрициклический буфер капитала. Этот буфер капитала накапливается в периоды «излишней» кредитной экспансии, которая может свидетельствовать о наращивании системных рисков, и используется с момента начала финансового кризиса. Цель состоит в том, чтобы ограничить амплитуду экономического цикла, сдерживая активность в период роста и освобождая капитал в период кризиса, чтобы ограничить спад и смягчить его последствия.

Макропруденциальный анализ близок к более традиционному подходу, рассматривающему финансовую нестабильность как неотъемлемое свойство экономики, отражающее тесную связь между финансовыми и деловыми циклами. Этот подход наилучшим образом проиллюстрирован в послевоенных работах Киндлбергера [1996] и Мински [1982], которые в условиях предкризисной ортодоксии оставались маргинальными. В работе по проблеме процикличности, в частности, исследовались экономические механизмы, которые практически не рассматривались в популярной макроэкономической литературе. Основополагающие предпосылки пруденциальной политики в настоящее время полностью отличаются от предкризисного периода. Широко признается склонность к эндемической эндогенной финансовой нестабильности, а равновесие, как и эффективные и рациональные свойства финансовых рынков, ставится под сомнение. Финансовая нестабильность и финансовый цикл теперь считаются ключевыми факторами, влияющими на макроэкономические показатели. Регулирование рассматривается как системное явление, необходимое для ограничения системных рисков, а не обеспечения устойчивости отдельных институтов.

Полезно наблюдать данный идейный сдвиг. Примечательны его скорость и радикальность. Сотрудники БМР, включая Клаудио Борио, Филиппа Лоу и Уильяма Уайта, пытались продвигать макропруденциальное мышление в предкризисный период и осуществили важную основополагающую концептуальную работу. Их усилия не увенчались успехом с учетом незаинтересованности, граничащей с враждебностью, со стороны центральных банков. Алан Гринспен, как сообщалось, не был особенно впечатлен аргументами в пользу макропруденциальной политики [Balizil, Schiessl, 2009]. Другие представители ФРС считали, что риски то увеличиваются, то снижаются (из конфиденциального интервью с чиновником, 20 февраля 2014 г.). Глава Банка Англии Мервин Кинг был так сосредоточен на денежно-кредитной политике и полномочиях по контролю за инфляцией, что уделял мало внимания вопросам финансовой стабильности. Работа группы сотрудников Банка, занятых вопросами финансовой стабильности, во многом проходила изолированно от выполнения его основных функций. Эта группа, тем не менее, провела в середине 2000-х годов некоторые исследования внутренней политики, в которых позитивно характеризовались аргументы БМР, но решила не публиковать их, поскольку ожидала, что аудитория этих работ будет мала как внутри, так и вне Банка.

Все это означало, что когда осенью 2008 г. кризис достиг критической точки, в рамках сообщества представителей центральных банков уже присутствовали сторонники макропруденциального подхода, к которым обратились за техническим руководством

и консультациями лидеры «Группы двадцати». Кроме того, те представители этого сообщества, которые развивали макропруденциальный подход, получили возможность продвижения своих аргументов и концепций, которые рассматривались как ненужные в период «Великой умеренности». Теперь их аргументы выглядели пророческими и сам кризис обеспечил существенные эмпирические доказательства правильности их точки зрения. Осознав, что кризис предоставил значительные возможности по продвижению их взглядов, сотрудники БМР запустили с этой целью согласованную и энергичную кампанию, формируя альянсы с учеными-экономистами, такими как Чарльз Гудхарт, Джон Итвелл, Хен Шин, Мартин Хеллвиг, Маркус Бруннемайер. К ним присоединились поддерживающие эти идеи чиновники из Великобритании, в том числе из Банка Англии и Ведомства по финансовым услугам, а также из Банка Канады и, что важно, Резервного банка Индии и Банка Испании, все они имели некоторый опыт работы с инструментами макропруденциальной политики [Baker, 2013a, 2013b].

Тем не менее именно БМР в качестве поставщика аналитических услуг для национальных центральных банков стал «духовной родиной» макропруденциального анализа и соответствующей аргументации в течение 2000-х годов. БМР является необычным институтом в том смысле, что он предоставляет данные и аналитические материалы входящим в него центральным банкам. В отличие от МВФ, БМР не предоставляет услуги, такие как экстренные операции по обеспечению ликвидности и пакеты финансирования. Это означает, что государства в меньшей степени, чем в случае с МВФ, стремятся осуществлять контроль за его аналитической и интеллектуальной работой, что дает БМР большую степень интеллектуальной свободы и автономии, в значительной степени принимаемую центральными банками (из конфиденциального интервью, Базель, февраль 2014 г.). Однако в то же время центральные банки имеют больше возможностей игнорировать анализ сотрудников БМР, поскольку его использование не является условием предоставления финансовой помощи, как чаще всего бывает в случае МВФ. Большая часть работы, проведенной БМР по тематике макропруденциального регулирования, стала ответом на азиатский финансовый кризис. Сотрудники БМР во главе с Клаудио Борио были преисполнены решимости содействовать продвижению макропруденциального подхода в контексте кризиса. Этому помогло назначение Хайме Каруана в качестве главы БМР в начале 2009 г. Как бывший глава Банка Испании, который был единственным центральным банком развитой страны, с определенным успехом использующим контрциклические буферы капитала, Каруан благосклонно относился к макропруденциальному подходу. Кроме того, он быстро осознал, что формирование этого подхода потребует его включения в повестку дня «Группы двадцати» и принятия ряда инициатив в 2009 г. Сотрудники БМР с успехом справились с этой задачей. Для одного из них ключевым прорывом в фиксации макропруденциального подхода как будущего направления экономической политики стала публикация Рабочей группы «двадцатки» по укреплению регулирования 25 марта 2009 г. (из конфиденциальной переписки с автором, 20 января 2012 г.). Рабочая группа под совместным председательством Ракеша Мохана из Резервного банка Индии и Тиффа Маклема из Банка Канады подготовила несколько рекомендаций, призывающих власти к использованию инструментов макропруденциальной политики. Поддержка «Группы двадцати» дала важный политический импульс развитию макропруденциального подхода. После доклада Рабочей группы поддержка макропруденциального подхода была подтверждена в коммюнике саммитов лидеров в Лондоне и Питтсбурге. Впоследствии это способствовало формированию соответствующего аналитического направления работы в рамках БКБН, самого БМР, МВФ и нового Совета по финансовой стабильности (СФС).

Важно отметить, что случай с макропруденциальной политикой является очень хорошим примером того, что способна делать «Группа двадцати». Она может одобрять, утверждать, легитимировать и инициировать разработку новых подходов, принципов и философий и при этом, являясь основным форумом по экономической политике в глобальной системе, формирует повестки дня, приоритеты и графики деятельности других институтов глобального управления, имеющих более экспертный характер, и одновременно усиливает их потенциал за счет принятия более четких повесток дня [Baker, 2010; Baker, Carey 2014]. Это пример деятельности «двадцатки» в качестве политического форума высокого уровня, руководящего изменениями траектории развития мировой системы финансового управления или радикальными трансформациями в широком смысле. «Группа двадцати» способна осуществлять эту деятельность путем использования своих полномочий для утверждения новых идей и подходов, которые могут изменить направление развития событий в определенной области экономической политики. Этот тип власти может обеспечиваться только на уровне лидеров [Eccleston et al., 2014]. Макропруденциальный идейный сдвиг является примером изменения политики, которое не могло бы случиться без одобрения «Группы двадцати» и поддержки со стороны высших эшелонов власти, а также крупных чиновников из министерств финансов и центральных банков. Можно утверждать, что «двадцатка» и «восьмерка» руководили подобными радикальными изменениями в сфере налоговой политики, что рассмотрено в статье Д. Лесажа, опубликованной в данном номере. Еще одним примером является запуск процесса взаимной оценки (MAP), который способствовал усилению мониторинга глобальных дисбалансов и признанию взаимозависимой природы современной макроэкономической политики, в которой национальные органы должны быть хорошо осведомлены о влиянии действий друг друга на ситуацию в глобальной экономике, в том числе о негативных эффектах, которые могут стать результатом политики «одиночных действий» или «поддержания порядка в собственном доме». Этот процесс также стал результатом работы «двадцатки» в сфере устойчивого роста и использует многочисленные идеи, характерные для анализа пруденциальной политики, в рамках диалога «Группы двадцати» по макроэкономике [Butler, 2012].

В то время как «Группа двадцати» продолжила заниматься вопросами финансового регулирования, ее заметный вклад в глобальное управление после кризиса заключался в руководстве идейным макропруденциальным сдвигом. Это было прямым следствием способности «двадцатки» инициировать и одобрять такие идейные сдвиги. После кризиса справедливо отмечалось, как слабо согласованы позиции относительно того, каким образом денежно-кредитная политика должна быть изменена, чтобы отразить новые макропруденциальные идеи. В отличие от масштабных и быстрых изменений в области пруденциального регулирования (финансовой стабильности), денежно-кредитная политика характеризовалась идейной инерцией [Baker, 2014]. Общие основы политики, несмотря на ее ненадлежащее функционирование, не были пересмотрены. Масштабные эксперименты с нетрадиционными мерами политики в форме количественного смягчения не сопровождалась пересмотром уже существующей интеллектуальной базы или всеобъемлющих политических рамок [Ibid., 2014]. Спустя шесть лет после кризиса таргетирование инфляции в его нынешнем виде представляется не выдерживающим критики в качестве руководящей цели или концепции экономической политики. Примечательно, что в рамках «Группы двадцати» фактически не проводилось обсуждения подходов к денежно-кредитной политике, несмотря на растущее недовольство и возникновение вопросов относительно их жизнеспособности.

Есть основания полагать, что центральные банки имели стимулы не допускать включения монетарной политики в повестку дня «двадцатки». С точки зрения должностных лиц БМР, готовность центральных банков принять новые подходы к макропруденциальной политике отчасти объясняется их нежеланием менять основы денежно-кредитной политики (из конфиденциального интервью, 20 февраля 2014 г.). Другими словами, с точки зрения центральных банков использование инструментов макропруденциального регулирования позволяет решать проблемы финансовой стабильности, освобождая от давления денежно-кредитную политику и позволяя ей сосредоточиться на поддержании стабильности цен. Центральные банки получают выгоду от существующих подходов к денежно-кредитной политике, оправдывающих оперативную независимость центральных банков и инфляционное таргетирование необходимостью противостоять временной противоречивости финансовых процессов посредством информирования рациональных экономических агентов о «хороших будущих намерениях» [Balls, 1998]. Кроме того, высшее руководство ряда центральных банков посвятило большую часть своей карьеры рационализации и развитию режимов таргетирования инфляции, в том числе их формальному моделированию. Они не были заинтересованы в быстром отказе от этих подходов или хотя бы начале дискуссии об их пересмотре после кризиса. Тем не менее по мере проявления и накопления информации о несовершенствах существующих подходов давление на глав центральных банков в направлении их переоценки и изменения растет.

Два критических взгляда на текущие подходы к денежно-кредитной политике

Возникают две конкурирующих друг с другом позиции относительно будущих подходов к монетарной политике. Одной из них является австрийская / ранняя монетаристская позиция БМР, а второй – более мягкая монетарная кейнсианская позиция МВФ. Позиция БМР имеет больше нюансов, чем кажется на первый взгляд. Исходная предпосылка состоит в том, что денежно-кредитная политика не может быть сосредоточена исключительно на контроле за краткосрочной инфляцией, но должна также на систематической основе принимать во внимание финансовые циклы. В этой связи анализ БМР предусматривает ужесточение монетарной политики с целью предупреждения нарастания финансовых дисбалансов, даже если краткосрочная инфляция сдерживается на приемлемом уровне [Borio, 2011a, 2011b; BIS, 2014]. Это влечет за собой продление горизонта планирования политики на период более двух лет и изучение более широкого спектра финансовых рисков. Согласно позиции БМР, эти риски должны оцениваться с точки зрения совместных отклонений цен на кредиты и активы, особенно цен на недвижимость, от исторических тенденций. Эксперты БМР полагают, что это позволяет выявлять симптомы возникновения серьезных рисков для макроэкономики. Также считается, что параметры, связанные с равновесием, такие как естественные процентные ставки и уровни безработицы, на самом деле нечетки и трудноизмеримы, в то время как соотношение кредита к ВВП относительно легко использовать. Поскольку денежно-кредитная политика устанавливает универсальную цену леввереджа в данной юрисдикции, она рассматривается как неотъемлемая часть набора инструментов для управления финансовым циклом и исключения возможности регуляторного арбитража. В настоящее время БМР рассматривает финансовые рынки как чрезвычайно оживленные вследствие осуществления политики сверхнизких процентных ставок по всему

миру, и утверждает, что денежно-кредитная политика должна сыграть роль в сдерживании долгового роста [BIS, 2014; Jones, Flemming, 2014].

По существу, позиция БМР призывает к сбалансированному подходу, в рамках которого все типы политики – монетарная, фискальная и макропруденциальная – взаимно поддерживают друг друга в деле ограничения финансовых бумов посредством жесткого контрциклического управления системой в целом. Основная идея заключается в осуществлении более симметричной политики в периоды подъемов и спадов финансового цикла. Такая политика предусматривает более активное сдерживание финансовых бумов и менее агрессивное и настойчивое смягчение в периоды кризисов, обусловленных проблемами с балансами. Ресурсы могут использоваться более эффективно для ускорения восстановления экономики, предоставляя больше возможностей для смягчения денежно-кредитной политики в период спада, а также ограничивая ухудшение структуры балансов во время роста. Основная позиция БМР состоит в том, что финансовый цикл не учитывается в существующих подходах к макроэкономической политике, и это напоминает пьесу без главного героя, например, «Гамлета» без принца [Borio, 2011b]. В то время как пруденциальная политика (политика финансовой стабильности) заново открывает для себя финансовый цикл, то же самое не может быть сказано о макроэкономической и денежно-кредитной политике. БМР желает исправить эту ситуацию.

Между тем Оливье Бланшар из МВФ выступил за более высокую цель по инфляции, составляющую до 4%. Другие эксперты МВФ указывают, что сочетание ультранизкой инфляции и низких темпов экономического роста может вызывать проблемы в испытывающих финансовые трудности странах, способствуя росту запасов реального долга и реальных процентных ставок в сочетании с меньшей корректировкой цен и большими масштабами безработицы [Mogdha et al., 2014]. В настоящее время существует мнение, что страны с развитой экономикой имеют гораздо больше шансов достичь нулевого нижнего предела инфляции и оставаться на этом уровне, и что экономические издержки этого ограничения для традиционной денежно-кредитной политики гораздо больше, чем считалось до кризиса [Krugman, 2014]. Примечательно, что меньшие, чем ранее ожидалось, значения инфляции увеличивают реальное долговое бремя. Существует, например, высокая корреляция между высоким долговым бременем и более низкой, чем ожидалось, инфляцией и даже дефляцией в еврозоне. Низкая инфляция обеспечивает меньшие возможности по корректировке обменного курса и цен для стран с высоким уровнем долга. Базовое положение состоит в том, что инфляционные цели, которые могли быть оправданы два десятилетия назад, намного меньше оправданы сейчас. В июне директор-распорядитель МВФ Кристин Лагард назвала период длительной дефляции ужасом, преследующим глобальную экономику [Jones, Flemming, 2014]. Напротив, позиция БМР состоит в том, что риск устойчивого и резкого падения цен низок [BIS, 2014].

Резюмируя, можно отметить, что существует масштабное недовольство нынешним режимом макроэкономической политики со стороны различных аналитических институтов глобального финансового управления, хотя и с разных точек зрения. Несмотря на это, центральные банки интенсивно сопротивляются смене режима, даже после более чем половины десятилетия, когда процентная ставка была близка к нулю. Более того, это сопротивление сохраняется даже в условиях растущей критики и примеров неправильного функционирования в значительной степени изживших себя и находящихся в состоянии застоя режимов политики.

Обязательства, управление и подотчетность «Группы двадцати»

Денежно-кредитная политика не является приоритетом текущей повестки дня «Группы двадцати». В коммюнике встречи министров финансов и глав центральных банков «двадцатки» в Вашингтоне в апреле 2014 г. денежно-кредитная политика вообще не упоминалась. На предыдущем заседании в Сиднее в феврале денежно-кредитная политика упоминалась лишь кратко. Предусматривалось, что политика будет оставаться «адаптивной» в среднесрочной перспективе и ожидалось, что она нормализуется надлежащим образом, снизив зависимость мировой экономики от политики легких денег. Суть заявления была размыта, а сама возможность того, что существующие подходы к политике могут быть неэффективными и проблемными, вообще не признавалась. По существу, позиция «Группы двадцати» по денежно-кредитной политике состоит в необходимости лишь довести до конца ранее начатую работу.

Тем не менее существует понимание того, что фундаментальные основы денежно-кредитной политики неверны, и серьезная аналитическая работа в рамках более представительных институтов вне «двадцатки» подтверждает это. Одна из ключевых особенностей глобального управления, которая была проиллюстрирована случаем с макропруденциальным регулированием, состоит в том, что дипломатия «двадцатки» заключается не только в попытках государств повлиять на тот или иной вопрос, или самой «Группы двадцати» повлиять на другие институты. Она также включает попытки экспертов сформировать повестку дня «двадцатки» и получить поддержку, повысить престиж, усилить легитимность, получить одобрение собственной работы. Текущий приоритет сотрудников БМР, которые успешно продвигали консенсус в сфере финансового регулирования, состоит в достижении аналогичного консенсуса по денежно-кредитной политике. В рамках БМР уже осуществляется своего рода пропагандистская кампания по денежно-кредитной политике (из конфиденциального интервью с сотрудником БМР, февраль 2014 г.). Частью этой стратегии, несомненно, будет стимулирование «Группы двадцати» к более активному рассмотрению денежно-кредитной политики. Согласно позиции БМР, уроки, полученные в области финансовой стабильности, должны быть использованы применительно к денежно-кредитной политике, а две указанные области должны быть гораздо более тесно связаны и интегрированы (из конфиденциального интервью с сотрудником БМР, 20 февраля 2014 г.). Недавняя реорганизация в Банке Англии, заключающаяся в переводе персонала между комитетами по денежно-кредитной и финансовой политике, отчасти является шагом в этом направлении, хотя собственная позиция Банка состоит в продолжении политики инфляционного таргетирования, с учетом недавнего анализа, предполагающего перенос сроков ужесточения монетарной политики из-за противоречивых тенденций в британской экономике [Haldane, 2014b].

Наверное, самым впечатляющим и полезным аспектом управления «Группы двадцати» на сегодняшний день является использование ее рабочих групп. Эти экспертные группы выступали с инновационными предложениями в области экономической политики с самого начала финансового кризиса. С точки зрения эффективного продвижения и достижения международного консенсуса они имеют наилучший послужной список. Рабочие группы «двадцатки» сыграли основную роль как в запуске макропруденциального идейного сдвига, так и во внедрении процесса взаимной оценки, которые, как минимум, позволили осуществлять более структурированный и устойчивый диалог по вопросу глобальных дисбалансов в соответствии с согласованной аналитической рамкой [Butler, 2012]. Насущной потребностью является создание рабочей группы для обсуж-

дения и подготовки доклада о долгосрочных перспективах денежно-кредитной политики. Лишь тогда международное обсуждение вопросов денежно-кредитной политики на высоком уровне сможет выйти за рамки безамбициозных заявлений и действий (например, так называемой политики *forward guidance* в британском случае) и надежды на лучшее будущее. Однако без вмешательства и определения направления действий со стороны «Группы двадцати», в том числе в деле созыва рабочей группы с полным представительством МВФ и БМР, с учетом их противоположных аналитических позиций, нынешний застой в сфере денежно-кредитной политики, вероятно, сохранится.

«Группа двадцати» играет важную роль благодаря способности инициировать изменения траектории глобального управления и стимулировать новое мышление. Центральные банки играют существенную роль в процессах подготовки и обсуждения в рамках формата встреч министров финансов и глав центральных банков «двадцатки», но в меньшей степени вовлечены в подготовку к саммитам, которой заняты в основном личные представители лидеров – шерпы, а также в некоторых случаях министры финансов. На фоне относительной изолированности институциональные стимулы способствуют неудачным экспериментам центральных банков, пребывающих в убеждении, что возвращение к предкризисным концепциям и подходам к политике произойдет в ближайшее время. В каком-то смысле центральные банки имели стимул не включать вопросы денежно-кредитной политики в повестку дня лидеров «двадцатки». Спустя почти шесть лет с момента начала финансового кризиса и на фоне отсутствия признаков возвращения существующих политических режимов к нормальному функционированию, наступает время для фундаментального пересмотра и интеллектуальной работы по вопросам будущей роли денежно-кредитной политики. Существует все больше доказательств необходимости такого пересмотра и растет давление со стороны тех, кто работает над выработкой денежно-кредитной политики за пределами национальных центральных банков, в частности в МВФ и БМР.

Обладея значительной властью и статусом глобального форума высокого уровня, в работе которого участвуют руководители и министры финансов стран, «Группа двадцати» должна распознавать сигналы, поступающие от этих институтов, и эффективно призывать свои центральные банки к ответственности в форме предоставления системного коллективного отчета об уроках денежно-кредитной политики последнего десятилетия, обсуждения аналитических материалов, подготовленных институтами, и подготовки доклада о результатах этой работы. Формат встреч лидеров может помочь этому путем создания рабочей группы по вопросам будущего денежно-кредитной политики. Срочно необходимо проведение на основе прямого, открытого и, самое важное, учитывающего весь спектр позиций диалога обзора и пересмотра денежно-кредитной политики. «Группа двадцати» может и должна инициировать этот процесс и руководить им. В этом смысле вопрос о том, как призвать центральные банки к ответственности, усложняется их независимостью, основанной на делегировании полномочий, в соответствии с которыми на них возложена задача таргетирования инфляции. Кроме того, профессиональная деятельность в рамках центральных банков все более характеризуется феноменом, который Мартин Маркуссен называет «онаучнивание», т.е. крайней степенью интеллектуализации действительности через формальный анализ и математическую абстракцию [Marcussen, 2006]. Одним из последствий этого процесса является формирование центральными банками эпистемологических союзов с другими представителями научного сообщества; их научно-исследовательские отделы финансируют издание собственных научных журналов и проведение конференций, поскольку научное признание улучшает карьерные перспективы сотрудников цент-

ральных банков, которые все более активно получают научные степени по экономике и непосредственно взаимодействуют с научным сообществом [Marcussen, 2006, p. 9]. Еще одним симптомом «онаучивания» является то, что организационные, территориальные и культурные границы между центральными банками постепенно стираются, по мере того как сотрудники, занимающие приблизительно равные позиции, тесно сотрудничают от проекта к проекту [Ibid., 2006, p. 10]. С этой точки зрения система центральных банков все в большей степени состоит из «сообществ знаний», или транснациональных эпистемологических клановых структур, построенных вокруг дискуссии о теории, методах и данных в рамках единой парадигмы. Подобно тому, как деятельность центральных банков подверглась глобализации в плане формирования знания и выявления наилучших практик, должны стать глобальными усилия по обеспечению ответственности деятельности центральных банков и направлению их действий. Таким образом, национальные органы власти имеют ограниченный потенциал самостоятельного выполнения данных задач.

В рамках перекрывающихся форматов взаимодействия «Группы двадцати» центральные банки имеют ярко выраженное представительство, однако так же четко представлены лидеры и министры финансов, что дает «двадцатке» возможность инициировать пересмотр текущей практики в сфере денежно-кредитной политики, в особенности на уровне лидеров, где центральные банки фактически не представлены. Существует точка зрения, что решения лидеров не являются обязательными для независимых центральных банков. Это может быть справедливо применительно к вопросам повседневной политики, в том числе к установлению процентной ставки, над которой центральные банки действительно имеют независимый оперативный контроль. Тем не менее всеобъемлющая концепция денежно-кредитной политики инфляционного таргетирования была создана и внедрена именно политиками. В этом смысле саммит «двадцати» как встреча лидеров с участием министров финансов может быть использован для призвания центральных банков и других экспертных групп к рассмотрению текущих подходов к денежно-кредитной политике и подготовке докладов, содержащих анализ их эффективности и рассматривающих предложения по их реформированию. Таким образом, «Группа двадцати» и ее лидеры могут отреагировать на транснациональный характер деятельности центральных банков и стимулировать их подотчетность, инициируя рефлексивную оценку существующей практики.

Формат рабочих групп «двадцатки» также демонстрирует значительную гибкость [Baker, Carey, 2014], заключающуюся в возможности расширения членства с привлечением более широкого круга экспертов и заинтересованных сторон. Создав рабочую группу по денежно-кредитной политике, «Группа двадцати» сможет способствовать полномасштабному изучению и обзору современной денежно-кредитной политики, не ограничиваясь позициями самих центральных банков, а учитывая весь спектр конкурирующих экспертных мнений. Это особенно важно в нынешнюю эпоху, когда, как полагают некоторые ученые, мы вступили в эру «капитализма во главе с центральными банками», в которой функции центрального банка добавили к традиционной роли кредитора последней инстанции, оказывающего значительную финансовую поддержку финансовому сектору, также роль «банкира благосостояния», чьи действия оказывают значительное влияние на распределение в экономике [Bowman et al., 2013]. Следовательно, есть все основания утверждать, что действия центральных банков должны быть подвергнуты социальной критике и взяты под политический контроль, что повысит их потенциал по достижению цели лучшего управления долгом в интересах общества [Ibid., 2013, p. 486–487].

Выводы

После финансового кризиса 2008 г. денежно-кредитная политика в большинстве стран «Группы двадцати» характеризовалась очень низкими процентными ставками (во многих случаях близкими к нулю), в значительной степени неэффективным и, кажется, все менее актуальным инфляционным таргетированием (когда инфляция сначала превышала, а затем была ниже целевых показателей) и мерами по покупке активов для поддержки обремененных задолженностью финансовых институтов и систем. В данной статье утверждается, что в результате денежно-кредитная политика оказалась в состоянии застоя, которое характеризуется краткосрочными процентными ставками, застывшими на рекордно низких уровнях, и постоянным несоответствием целевых и реальных показателей инфляции. Эта ситуация, когда денежно-кредитная политика находится в состоянии застоя и не может вернуться к своим обычным характеристикам, сохраняется в течение шести лет. Параллельно различные международные организации подняли вопрос о жизнеспособности сохранения статус-кво в области денежно-кредитной политики. Тем не менее и в этих условиях центральные банки по-прежнему неохотно осуществляют формальный отказ от таргетирования инфляции и пересматривают среднесрочные цели денежно-кредитной политики. Возможно, это объясняется тем, что центральные банки самым непосредственным образом пострадают от такого пересмотра. Поэтому «Группа двадцати» должна сыграть роль в стимулировании ответственности центральных банков, посредством запуска обзора подходов к монетарной политике, помогающего понять, как должны выглядеть жизнеспособные подходы к ней в среднесрочной перспективе. Успехи политики «двадцатки» после кризиса стали результатом авторитетных изысканий рабочих групп, которые успешно стимулировали важные изменения в сфере финансового регулирования. Однако, как отметили эксперты БМР, уроки финансового регулирования не были учтены в денежно-кредитной политике, для которой характерны хаотичные действия, а не системный подход. Следовательно, срочно необходим диалог технического характера на высоком уровне о будущем денежно-кредитной политики. «Группа двадцати» может и должна инициировать такую дискуссию на основе создания специализированной рабочей группы по денежно-кредитной политике, а также рассмотрения вопросов более активного демократического контроля за центральными банками, политика которых в настоящий момент, очевидно, имеет четкие распределительные последствия и ставит под сомнение их способность поддерживать политическую легитимность.

Литература

- Baker A. (2010) *Deliberative International Financial Governance and Apex Policy Forums: Where We are and Where We Should be Headed?* // *Global Financial Integration Thirty Years On: From Reform to Crisis* / G. Underhill, J. Blom, D. Mugge (eds.). Cambridge: Cambridge University Press. P. 58–73.
- Baker A. (2013) *The New Political Economy of the Macropudential Ideational Shift* // *New Political Economy*. No. 18 (1). P. 112–139.
- Baker A. (2013b) *The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macropudential Regulation* // *Regulation & Governance*. No. 7 (4). P. 417–434.
- Baker A. (2014) *Varieties of Economic Crisis, Varieties of Ideational Change: How and Why Financial Regulation and Macroeconomic Policy Differ?* // *New Political Economy*. DOI:10.1080/13563467.2014.951431.
- Baker A., Carey B. (2014) *Flexible G Groups and Network Governance in an Era of Uncertainty and Experimentation* // *Handbook of the International Political Economy of Governance* / T. Payne, N. Phillips (eds.). Cheltenham: Edward Elgar. P. 89–107.

- Balls E. (1998) Open Macroeconomics in an Open Economy // *Scottish Journal of Political Economy*. Vol. 45. No. 2. P. 113–132.
- Balizil B., Schiessl M. (2009) The Man Nobody Wanted to Hear: Global Banking Economist Warned of Coming Crisis // *Spiegelonline*. 8 July. Режим доступа: <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,635051,00.html> (дата обращения: 13.11.2014).
- BIS (2014) 84th Annual BIS Report. Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf> (дата обращения: 13.11.2014).
- Blyth M. (2002) *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twenty First Century*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Borio C. (2011a) Central Banking Post Crisis: What Compass for Uncharted Waters? // *BIS Working Paper*. No. 353. September.
- Borio C. (2011b) Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability: Journey, Challenges and a way forward // *BIS Working Paper*. No. 349. April.
- Bowman A., Erturk I., Froud J., Johal S., Leaver A., Moran M., Williams K. (2013) Central Bank Led Capitalism // *Seattle Law Review*. Vol. 36 (455). P. 455–487.
- Butler C. (2012) The G20 framework for strong, sustainable, and balanced growth: glass half empty or half full? // *Oxford Review of Economic Policy*. No. 28 (3). P. 469–492.
- De Larosiere Group (2009) Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU, Brussels.
- Eccleston R., Kellow A., Carroll P. (2014) G20 Endorsement in Post Crisis Global Governance: More than a Toothless Talking Shop? // *British Journal of Politics and International Relations*. DOI: 10.1111/1467-856X.12034.
- FSF (2009) Report on Addressing Procyclicality in the Financial System. FSF, Basel, April. Режим доступа: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf (дата обращения: 13.11.2014).
- G20 (2009) G20 Communiqué, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Horsham, United Kingdom, 14 March.
- Haldane A. (2014a) Ambidexterity // Paper delivered at American Economics Association Conference, Philadelphia, 3 January. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech713.pdf> (дата обращения: 13.11.2014).
- Haldane A. (2014b) Twin Peaks. Speech at the Kenilworth Chamber of Commerce, UK. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech764.pdf> (дата обращения: 13.11.2014).
- Hall P. (1993) Policy Paradigm, Social Learning and the State: The case of economic policymaking in Britain // *Comparative Politics*. No. 25 (3). P. 275–296.
- Jones C., Flemming S. (2014) BIS Urges Central Banks to exit loose Monetary Policy // *Financial Times*. 29 June.
- Kindleberger C. (1996) *Manias, panics and crashes*. Cambridge: Cambridge University Press, 3rd ed.
- Krugman P. (2014) Inflation Targets Reconsidered. Paper Presented ECB Sinatra Conference, May.
- Marcussen M. (2006) The Fifth Age of Central Banking in the Global Economy. Paper presented at the conference “Frontiers of Regulation”, University of Bath, 7–8 September.
- Minsky H. (1982) *Can “it” happen again? Essays on Instability and Finance*. Armonk: M.E. Sharpe.
- Moghadam R., Teja R., Berkmen P. (2014) Euro Area – Deflation versus Lowinflation // *IMF Direct blog*. Режим доступа: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowinflation/> (дата обращения: 13.11.2014).
- Turner A. (2011) *Reforming Finance: Are We Being Radical Enough?* Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy, Clare College Cambridge. 18 February.
- Widmaier W., Blyth M., Seabrooke L. (2007) Exogenous Shocks or Endogenous Constructions? The Meanings of Wars and Crises // *International Studies Quarterly*. No. 51. P. 747–759.

The G20 and the Monetary Policy Stasis

A. Baker

Andrew Baker – Dr., reader in Political Economy, School of Politics, International Studies and Philosophy, Queen's University of Belfast, Northern Ireland, United Kingdom; BT7 1NN, Queen's University of Belfast, Belfast; E-mail: a.baker@qub.ac.uk

Abstract

Since the financial crash of 2008 monetary policy has been in a state of stasis – a condition in which things are not changing, moving, or progressing, but rather appear frozen. Interest rates have been frozen at low levels for a considerable period of time. Inflation targets have consistently been missed, through phases of both overshooting and undershooting. At the same time, a variety of unconventional monetary policies involving asset purchases and liquidity provision have been pursued. Questions have been raised from a variety of sources, including various international organizations, covering distinct BIS and IMF positions about the continuing validity and sustainability of existing monetary policy frameworks, not least because inflation targeting has ceased to act as a reliable guide for policy for over six years. Despite this central banks have been reluctant to debate moving to a new formal policy framework. This article argues that as an apex policy forum only the G20 leaders' summits has the necessary political authority to call their central banks to account and initiate a wide ranging debate on the future of monetary policy. A case is made for convening a monetary policy working group to discuss a range of positions, including those of the BIS and IMF, and to make recommendations, because the G20 has been most effective in displaying international financial leadership, when leaders have convened and made use of specialist working groups.

Key words: G20, Monetary Policy, Inflation Targeting, Central Banks, BIS, IMF, Quantitative Easing

References

- Baker A. (2010) Deliberative International Financial Governance and Apex Policy Forums: Where we are and where we should be headed? *Global Financial Integration Thirty Years On: From Reform to Crisis* (eds. Underhill G., Blom J. and Mugge D.). Cambridge: Cambridge University Press. P. 58–73.
- Baker A. (2013) The New Political Economy of the Macroeconomic Ideational Shift. *New Political Economy*, no 18 (1), pp. 112–139.
- Baker A. (2013b) The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macroeconomic Regulation. *Regulation & Governance*, no 7 (4), pp. 417–434.
- Baker A. (2014) Varieties of Economic Crisis, Varieties of Ideational Change: How and Why Financial Regulation and Macroeconomic Policy Differ? *New Political Economy*, DOI:10.1080/13563467.2014.951431.
- Baker A., Carey B. (2014) Flexible G Groups and Network Governance in an Era of Uncertainty and Experimentation. *Handbook of the International Political Economy of Governance* (eds. T. Payne, N. Phillips). Cheltenham: Edward Elgar. P. 89–107.
- Balls E. (1998) Open Macroeconomics in an Open Economy. *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 45, no 2, pp. 113–132.
- Balzil B., Schiessl M. (2009) The Man Nobody Wanted to Hear: Global Banking Economist Warned of Coming Crisis. *Spiegel online*, 8 July. Available at: <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,635051,00.html> (accessed 13 November 2014).
- BIS (2014) *84th Annual BIS Report*. Available at: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf> (accessed 13 November 2014).
- Blyth M. (2002) *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twenty First Century*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Borio C. (2011a) Central Banking Post Crisis: What Compass for Unchartered Waters? *BIS Working Paper*, no 353. September.
- Borio C. (2011b) Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability: Journey, Challenges and a way forward. *BIS Working Paper*, no 349. April.
- Bowman A., Erturk I., Froud J., Johal S., Leaver A., Moran M., Williams K. (2013) Central Bank Led Capitalism. *Seattle Law Review*, vol. 36 (455), pp. 455–487.
- Butler C. (2012) The G-20 framework for strong, sustainable, and balanced growth: glass half empty or half full? *Oxford Review of Economic Policy*, no 28 (3), pp. 469–492.
- De Larosiere Group (2009) *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels.
- Eccleston R., Kellow A., Carroll P. (2014) G20 Endorsement in Post Crisis Global Governance: More than a Toothless Talking Shop? *British Journal of Politics and International Relations*, DOI: 10.1111/1467-856X.12034.
- FSF (2009) *Report on Addressing Procyclicality in the Financial System*. FSF, Basel, April. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf (accessed 13 November 2014).
- G20 (2009) *G20 Communiqué, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors*, Horsham, United Kingdom, 14 March.
- Haldane A. (2014a) Ambidexterity. *Paper delivered at American Economics Association Conference*, Philadelphia, 3 January. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech713.pdf> (accessed 13 November 2014).
- Haldane A. (2014b) *Twin Peaks. Speech at the Kenilworth Chamber of Commerce*, UK. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech764.pdf> (accessed 13 November 2014).
- Hall P. (1993) Policy Paradigm, Social Learning and the State: The case of economic policymaking in Britain. *Comparative Politics*, no 25 (3), pp. 275–296.
- Jones C., Flemming S. (2014) BIS Urges Central Banks to exit loose Monetary Policy. *Financial Times*, 29 June.
- Kindleberger C. (1996) *Manias, panics and crashes*. Cambridge: Cambridge University Press, 3rd ed.
- Krugman P. (2014) *Inflation Targets Reconsidered. Paper Presented ECB Sinatra Conference*, May.
- Marcussen M. (2006) *The Fifth Age of Central Banking in the Global Economy. Paper presented at the conference "Frontiers of Regulation"*, University of Bath, 7–8 September.
- Minsky H. (1982) *Can "it" happen again? Essays on Instability and Finance*. Armonk: M.E. Sharpe.
- Moghadam R., Teja R., Berkmen P. (2014) Euro Area – Deflation versus Lowinflation. *IMF Direct blog*. Available at: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowinflation/> (accessed 13 November 2014).
- Turner A. (2011) *Reforming Finance: Are We Being Radical Enough? Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy*, Clare College Cambridge, 18 February.
- Widmaier W., Blyth M., Seabrooke L. (2007) Exogenous Shocks or Endogenous Constructions? The Meanings of Wars and Crises. *International Studies Quarterly*, no 51, pp. 747–759.