

Эффективность применения инфляционного таргетирования и возможность его внедрения в Беларуси

Артем ЛЕВЕНКОВ



Экономист
магистр экономики и управления

Макроэкономическая стабильность – это залог устойчивого развития экономики и повышения качества жизни населения. Снижение инфляции – первоочередная задача центрального банка каждой страны. Высокая инфляция снижает уровень благосостояния людей, оказывает негативное воздействие на экономический рост. За времена независимости Республики Беларусь только в 2005-м, 2006-м, а также 2010 гг. была достигнута однозначная величина инфляции. В стране наблюдались наиболее высокие темпы инфляции на постсоветском пространстве. По итогам 2015 г. удалось снизить инфляцию до 12%, но в то же время ставится амбициозная цель по снижению инфляции до 5% к 2020 г. Во многом помочь в достижении этой

цели может возможный переход к инфляционному таргетированию.

Режим инфляционного таргетирования (далее – ИТ) предполагает проведение денежно-кредитной политики, ориентированной на достижение целевого уровня инфляции. Подавляющее большинство центральных банков, которые применяют ИТ в качестве операционной цели денежно-кредитной политики, выбирают краткосрочную процентную ставку, как правило, процентную ставку «овернайт» по межбанковским кредитам. Промежуточная цель монетарной политики отсутствует как таковая, что предполагает прямое влияние операционной цели на целевой ориентир инфляции. Однако ряд центральных банков заявляют, что промежуточной целью в данном случае является прогноз инфляции. В странах с недостаточно развитым денежным рынком первоначально в качестве операционного ориентира может рассматриваться процентная ставка на больший срок, например, трехмесячная ставка межбанковского рынка.

Автором идей, лежащих в основе ИТ, является шведский экономист Кнут Виксель, занимавшийся теорией капитала, цен и заработной платы. В 1896 г. Виксель на встрече в Шведской экономической ассоциации впервые озвучил идею о том, что стабилизация уровня цен должна выступить главной целью политики центрального банка. В то время считалось, что центральный банк должен стабилизировать

Ключевые слова:

инфляция, инфляционное таргетирование, денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, финансовый рынок.

валютный курс по отношению к цене на золото, а не потребительские цены. Идеи Викселя не вызвали большой поддержки вплоть до 1914 г., когда начались проблемы с золотым стандартом, и уже в 1931 г. шведский Риксбанк использовал идеи экономиста в программе стабилизации цен. В сентябре 1931 г. центральный банк Швеции объявил главной целью монетарной политики поддержание ценовой стабильности. Риксбанк начал рассчитывать еженедельные индексы потребительских цен в своей программе стабилизации цен [1]. К 1937 г. поставленная цель была выполнена: оптовые цены вернулись на уровень 1928 г., а розничные остались относительно неизменными на уровне 1931 г. Далее цены поддерживались на прежнем уровне. В августе 1939 г. Швеция перешла к привязке курса кроны к доллару США. Таким образом, Швецию можно признать пионером в области таргетирования уровня цен, поскольку характеристики современного ИТ и режима денежно-кредитной политики Швеции 1930-х гг. очень близки. С тех пор многое изменилось, но базовый фундамент ИТ был заложен [2].

В настоящее время общепринятой стала позиция, что стабильность цен является необходимым условием для устойчивого роста и обеспечения занятости, а высокая инфляция имеет разрушительные последствия для экономики.

В процессе перехода к ИТ лежали объективно складывающиеся факторы развития нацио-

нальных и мировой экономик. А именно: расширение внешнеторговых связей, снятие ограничений на движение потоков капитала, повышение финансовой интегрированности и взаимозависимости, возрастание волатильности на мировых рынках.

В 1980-х гг. монетаризм являлся доминирующей концепцией денежно-кредитной политики, поскольку центральные банки пытались контролировать цены, регулируя предложение денег в экономике. Это зависело от наличия стабильного отношения между номинальными расходами и количеством денег, известного как количественная теория денег. Таким образом, центральные банки могли контролировать величину совокупных расходов и инфляцию, изменяя предложение денег в экономике. Правило Фридмана подразумевало, что центральные банки должны рассчитывать денежную массу на основе ее отношения к макроэкономическим переменным, чтобы обеспечить определенные темпы инфляции. Согласно этому правилу, центральный банк обладает весьма ограниченной свободой действий при оценке предложения денег, необходимого экономике. На практике банки, которым удавалось успешно таргетировать рост денежной массы, учитывали

изменчивость денежной массы и экономических отношений. В конечном итоге целевые ориентиры темпов роста денежной массы во многих странах не привели к положительным результатам, поскольку функция спроса на деньги не была стабильной. Эта нестабильность, как правило, являлась результатом дерегулирования и финансовых инноваций, появления новых видов сходных с деньгами активов в сочетании со снижением роли банковской системы в сфере финансового посредничества [3].

В дальнейшем распространению ИТ способствовал кризис механизма таргетирования валютного курса в начале 1990-х гг. Еще в 1989 г. в индустриальных странах 2/3 от всех режимов монетарной политики составляло таргетирование валютного курса.

Кризис механизма регулирования валютных курсов европейских стран в 1992 г. привел к активному применению ИТ в Европе. В развивающихся экономиках Латинской Америки переход осуществлялся поэтапно с 1990-х, в странах Центральной и Восточной Европы – в конце 1990-х как часть политики структурных реформ в экономике, в Восточной Азии – с начала 2000-х гг. как переход от режима монетарного таргетирования с поддержкой

МВФ для преодоления последствий азиатского финансового кризиса 1997 г. [4].

Впервые режим ИТ был осуществлен в 1990 г. в Новой Зеландии, когда Резервный банк этой страны обозначил в качестве цели монетарной политики обеспечение низких темпов роста потребительских цен.

В результате если в 1990-х гг. режим ИТ внедрялся в развитых странах, то в 2000-х – преимущественно в развивающихся. В настоящий момент ИТ используют 34 страны согласно международной классификации МВФ 2014 г. (что составляет 17,8% от членов МВФ по состоянию на 30 апреля 2014 г.) (таблица 1).

ИТ может проводиться с различной степенью гибкости. Например, «строгому таргетированию» присущ конкретный количественный показатель инфляции, а «гибкому таргетированию» – диапазон колебаний. Также можно рассмотреть следующую классификацию. Например, облегченное ИТ может использоваться в переходном состоянии (практикуется в ряде развивающихся стран) на пути к полноценному ИТ (таблица 2).

Обобщив обширный международный опыт, можно выделить ключевые элементы ИТ:

- законодательный мандат центрального банка на достижение целевых показателей инфляции;
 - высокий уровень автономности и независимости центрального банка в выборе инструментов денежно-кредитной политики и ее транспарентность для усиления доверия экономических агентов к проводимой политике;
 - ясная количественная цель по инфляции и регулярная публикация отчетности по выполнению цели по инфляции;
 - широко развитый прогностический аппарат для учета инфляции.
- Среди причин выбора ИТ как режима монетарной политики можно также отметить:
- цель по инфляции понятна широкому кругу экономических агентов;
 - существует определенная гибкость в установлении цели по инфляции;
 - выполнение или в свою очередь невыполнение цели по

Таблица 1

Режимы монетарной политики в 2014 г.

| Валютный курс как номинальный якорь | Монетарное таргетирование | Инфляционное таргетирование | Другое |
|-------------------------------------|---------------------------|-----------------------------|-----------|
| 89 стран | 25 стран | 34 страны | 43 страны |

Примечание. Разработка автора на основе [5].

Таблица 2

Степень гибкости инфляционного таргетирования

| Характеристика | Инфляционное таргетирование | | |
|-----------------------------------|-----------------------------|-----------------|-------------|
| | полноценное | эклектичное | облегченное |
| Доверие к денежным властям | Среднее и высокое | Высокое | Низкое |
| Определенность инфляционной цели | Высокое | Довольно низкое | Низкое |
| Гибкость в отношении других целей | Низкое | Высокое | Высокое |

Примечание. Разработка автора на основе [6].

инфляции позволяет оценить эффективность работы центрального банка.

Существует определенный набор макроэкономических условий для успешного перехода к ИТ:

- отсутствие фискального доминирования и согласованность монетарной и бюджетно-налоговой политики;
- наличие развитого и емкого финансового рынка;
- эффективное функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Стоит отметить, что существуют и критики данного режима денежно-кредитной политики. Их аргументы сводятся к тому, что режим ИТ подразумевает высокую волатильность обменного курса национальной валюты. В таких условиях, а особенно в развивающихся экономиках, движение обменного курса является важным поведенческим фактором, определяющим поведение экономических субъектов относительно сбережения и потребления, что может поддерживать высокий уровень долларизации в экономике и ограничивать ответственность монетарной политики. В некоторых исследованиях по развивающимся странам отмечается феномен «страха плавания валютного курса», вызванный его повышенной волатильностью при внедрении ИТ [7]. В то же время существует мнение, что допускается сочетание ИТ и активной валютной политики, особенно в развивающихся странах с относительно неразвитым финансовым рынком. Это получило название «гибкое инфляционное таргетирование», введенное в практику Свенсоном [8]. Осуществление валютных интервенций объясняется угрозами возникновения финансовой нестабильности при свободных колебаниях валютного курса. В настоящее время центральные банки большинства развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, сохраняют свое присутствие на внутреннем валютном рынке.

Существовало устойчивое мнение, что ИТ может быть успешно только в странах, которые обладают всеми необходимыми макроэкономическими и институциональными условиями для его внедрения, что ограничивало применение ИТ в развивающихся стра-

нах. Однако в начале 2000-х гг. большинство развивающихся стран совместно с проведением мер по структурной перестройке своих экономик успешно вводили ИТ. Можно сказать, что набор условий является скорее желательным, а не обязательным на первоначальном этапе. Таким примером успешного внедрения ИТ является высокодолларизированная экономика Перу [9].

Большое количество работ посвящено анализу эффективности перехода на ИТ в части снижения инфляции и влияния на другие макроэкономические показатели. Можно привести результаты некоторых из них.

Имеются эмпирические данные об эффективности ИТ в развивающихся странах. Исследования МВФ показали, что в странах с ИТ наблюдается более низкая инфляция, меньшие инфляционные ожидания по сравнению со странами, где оно не осуществляется. К тому же улучшение показателей инфляции достигалось без неблагоприятных последствий для объема производства и волатильности процентных ставок [3].

Стоит отметить, что в работах [4] и [8] также указывается на успешность ИТ в развитых и развивающихся странах в части замедления и стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий. Также указывается тот факт, что ИТ является наиболее гибким и надежным режимом монетарной политики в части устойчивости внешним шокам, что показал мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. Страны, таргетирующие инфляцию, перенесли кризис с меньшими потерями и показали достаточно быстрые темпы посткризисного восстановления. Данный результат объясняется в

том числе и тем, что инфляционные ожидания в большей степени поддаются управлению в странах, применяющих ИТ.

Отсчет введения ИТ в странах с переходной экономикой берет свое начало с 1997 г., когда Национальный банк Чехии отказался от политики фиксированного валютного курса и провозгласил новые принципы денежно-кредитного регулирования. Годом позже ИТ внедрила Польша, а в 2001 г. – Венгрия (*таблица 3*).

Перед внедрением ИТ в этих странах наблюдалась высокая инфляция, которая во многом была связана с переходом от плановой к рыночной экономике. Им удалось с введением ИТ значительно уменьшить инфляцию и поддерживать ее на стабильно низком уровне. Следовательно, можно сделать вывод об эффективности применения ИТ в странах Центральной и Восточной Европы (*таблица 4*).

Эмпирические данные об эффективности ИТ хотя и не являются едиными для всех стран, но в основном подтверждают эффективность этой системы в контексте снижения инфляции и сдерживания инфляционных ожиданий как в промышленно развитых странах, так и в странах с переходной экономикой. Во многих странах, которые ввели таргетирование инфляции, это являлось частью более широкого процесса экономических реформ и нередко связывалось со стремлением укрепить институциональную структуру, например, за счет обеспечения законодательной независимости центрального банка. В некоторых странах введение таргетирования инфляции как нового режима денежно-кредитной политики сопровождалось совершенствованием

Таблица 3

Инфляционное таргетирование в странах Центральной и Восточной Европы

| Страна | Дата введения | Цель по инфляции |
|---------|---------------|------------------|
| Чехия | 1997 г. | 2% +/- 1% |
| Польша | 1998 г. | 2,5% +/- 1% |
| Венгрия | 2001 г. | 3% +/- 1% |
| Румыния | 2005 г. | 2,5% +/- 1% |

Примечание. Разработка автора на основе сайтов центральных банков.

Таблица 4

Показатели инфляции в странах Центральной и Восточной Европы, %

| Страна/год | Год, перед введением ИТ | 2000 г. | 2005 г. | 2015 г. |
|------------|-------------------------|---------|---------|---------|
| Чехия | 8,8 | 3,8 | 1,8 | 0,3 |
| Польша | 14,9 | 9,9 | 2,2 | -0,9 |
| Венгрия | 9,8 | 9,8 | 3,6 | 0,0 |
| Румыния | 11,9 | 45,7 | 9,0 | 1,2 |

Примечание. Разработка автора на основе данных Организации экономического сотрудничества и развития.

бюджетно-налоговой политики (в частности, в странах Латинской Америки). Нередко введение таргетирования инфляции также сопровождалось наращиванием технических возможностей центрального банка и повышением качества макроэкономических данных. Поскольку ИТ в значительной степени зависит от реализации денежно-кредитной политики через регулирование процентных ставок, некоторые страны с переходной экономикой также приняли меры для укрепления и развития финансового сектора. Результаты улучшения денежно-кредитной политики после введения инфляционного таргетирования в более широком смысле отражают совершенствование выработки экономической политики [3].

Стоит также отметить развитие ИТ в странах ЕАЭС. С 2014 г. в рамках ИТ проводится монетарная политика Банка России. С этой целью в 2009–2014 гг. была существенно модернизирована проводимая регулятором денежно-кредитная и курсовая политика. Банк России планирует снизить темпы прироста потребительских цен до 4% в 2017 г. и в дальнейшем поддерживать их вблизи данного уровня.

С 2006 г. использует ИТ Республика Армения. Цель по инфляции составляет 4% плюс/минус 1,5 процентного пункта.

Денежно-кредитная политика Республики Казахстан до 2020 г. включает комплекс мер по внедрению инфляционного таргетирования до 2020 г., направленных на снижение инфляции до 3–4% в среднесрочной перспективе.

В странах – партнерах по ЕАЭС, таких как Армения и Российская Федерация, уже при-

меняется режим ИТ. Видится возможным в перспективе осуществить синхронизацию режимов монетарной политики стран ЕАЭС. Согласно статье 63 Договора о Евразийском экономическом союзе, уровень инфляции (индекс потребительских цен) в годовом выражении (декабрь к декабрю предыдущего года, в процентах) не должен превышать более чем на 5 процентных пунктов уровень инфляции в государстве-члене, в котором этот показатель имеет наименьшее значение. Так, по итогам 2015 г. уровень инфляции в Армении составил минус 0,1%.

В 2015 г. Республика Беларусь перешла к режиму монетарного таргетирования, где в качестве основной цели выступает инфляция, промежуточного ориентира – прирост широкой денежной массы, операционного – денежной базы. Также произошли изменения в курсовой политике от регулирования обменного курса к управляемому плаванию, где в качестве операционного ориентира выступает корзина валют, а режимом торгов стал непрерывный двойной аукцион. Усиление контроля над денежным предложением и переход к гибкой курсовой политике оказали значимое влияние на достижение целевого показателя по инфляции.

Для возможного перехода к ИТ в Республике Беларусь в среднесрочной перспективе целесообразно предпринять следующие меры:

1. Необходимо на законодательном уровне закрепить ценовую стабильность как главную цель монетарной политики. Закрепление данной цели центрального банка является общепринятой мировой практикой.

Таким образом, через укрепление правовой независимости центрального банка можно существенно повысить степень доверия к нему у экономических агентов и как следствие – снизить их возможные инфляционные ожидания. Также это позволит четко разграничить ответственность за достижение ценовой стабильности между органами государственного управления и устранить противоречия между целями монетарной и общеэкономической политики.

2. Повысить эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Республики Беларусь. В частности, уменьшить влияние валютного канала через снижение долларизации экономики и повышение доверия к национальной денежной единице – белорусскому рублю. В 2015 г. Национальный банк предпринял определенные шаги по снижению долларизации экономики.

Так, с 1 марта 2015 г. прекращено использование иностранной валюты в расчетах между юридическими и физическими лицами на территории Республики Беларусь при осуществлении страховой и туристической деятельности, реализации топлива.

С 16 сентября 2015 г. исключено использование иностранной валюты при осуществлении расчетов между юридическими лицами – резидентами с участием резидентов свободных экономических зон и при осуществлении расчетов по отдельным видам договоров страхования. Также не допускается использование иностранной валюты при приеме юридическими лицами от физических лиц иностранной валюты для оплаты дипломатическим и иным официальным представителям иностранных государств консульских и иных сборов по оформлению документов данных физических лиц.

Аналогичные решения коснулись и банков. С 1 января 2016 г. минимальный размер уставного фонда банка устанавливается в белорусских рублях, а не в евро.

В дополнение к уже принятым мерам необходимо активизировать дальнейшую работу по устранению практики формирования тарифов и номинирования платежей в иностранной валюте, а так-

же привязки к доллару США или евро при определении цен, ставок по арендной плате, таможенных пошлин и иных платежей.

Повысить эффективность кредитного канала через увеличение эффективности распределения ресурсов в экономике на рыночных принципах за счет совершенствования механизмов оказания государственной поддержки путем кредитования госпрограмм. Необходимо постепенно снижать величину директивного кредитования, а в среднесрочной перспективе – осуществлять кредитование только на рыночной основе.

Важную роль в ИТ отводят функционированию канала процентных ставок, который отражает влияние процентной политики центрального банка на рыночные ставки с дальнейшим переносом на инвестиционно-потребительскую активность и, в конечном итоге, на инфляционные процессы. Возможные меры по усилению процентного канала будут включать: введение базовой ставки, которая будет являться индикатором проводимой денежно-кредитной политики; выбор таргетируемой рыночной ставки; расширение системы инструментов по регулированию краткосрочной ликвидности.

3. Создать эффективно функционирующий финансовый рынок для формирования новых инфляционных источников экономического роста в Республике Беларусь. Важным будет разработать и принять стратегию развития финансового рынка до 2020 г. Это позволит Национальному банку расширить возможности по рефинансированию банков, создаст инструменты хеджирования рисков и тем самым поможет аб-

сорбировать возможные негативные шоки от изменения процентной ставки, валютного курса.

4. Повысить координацию и согласованность проводимой бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики. Это означает отсутствие фискального доминирования, а именно устойчивое состояние государственных финансов (отсутствие дефицита государственного бюджета).

5. Провести мероприятия по либерализации ценообразования для устранения ценовых искажений в экономике. В данном случае необходимо проводить политику демополизации экономики в части соблюдения антимонопольного законодательства и повышения конкуренции. Видится важным создание отдельного антимонопольного органа.

Таким образом, успешность внедрения режима ИТ в нашей стране будет зависеть от реализации целого комплекса мер: повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, совершенствования системы моделирования и прогнозирования, построения системы принятия решений и активной информационной кампании для налаживания эффективной коммуникации с экономическими агентами и повышения доверия к проводимой регуляторной политике.

Стоит отметить, что выполнение данных шагов будет полезным при использовании любого режима денежно-кредитной политики и не должно рассматриваться как издержки введения ИТ. Необходимо в дальнейшем проявлять решимость в достижении цели по снижению инфляции. Четкая ориентация на снижение инфляции и

ее стабилизация на низком уровне будут способствовать устойчивому экономическому росту в долгосрочной перспективе.

Преобладание преимуществ ИТ над его недостатками, а также высокая адаптивность данного режима дают благоприятные перспективы для его введения в Республике Беларусь.

В связи с тем, что Республика Беларусь, являясь страной с переходной экономикой, не готова к апробации режима полноценного инфляционного таргетирования предлагается на первоначальном этапе применять более мягкую форму данного режима – с более высоким начальным уровнем целевой инфляции, разумными темпами ее снижения и более длинным целевым горизонтом.

В целом необходимо отметить отсутствие в мировой практике обратного перехода от ИТ к другому режиму денежно-кредитной политики. Все это позволяет сделать вывод об успешности и эффективности данного режима в достижении своей главной цели – снижении инфляции и ее поддержании в рамках целевого ориентира, а также снижении волатильности ключевых макроэкономических параметров. Проведенный анализ эффективности и мировой опыт внедрения ИТ в развитых и развивающихся странах показывает высокую адаптивность ИТ к специфическим условиям каждой конкретной страны. Накопленный обширный опыт может быть использован при переходе к ИТ в Республике Беларусь в среднесрочной перспективе.

* * *

Материал поступил 04.03.2016.

Источники:

1. Berg, C. *Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937* / C. Berg, L. Jonung // *Sveriges Riksbank*. – 1998. – WP № 63.
2. Моисеев, П.С. *Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие* / С.П. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
3. Хэммонд, Д. *Практика инфляционного таргетирования* / Д. Хэммонд // *Руководство* № 29. – 2012.
4. Roger, Scott. *Inflation targeting at 20: achievements and challenges* / Scott Roger // *IMF*. – 2009. – WP/09/236.
5. *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions* // *IMF*. – 2014.
6. Carare, A. *Inflation targeting regimes* / A. Carare, M.R. Stone // *IMF*. – 2003. – WP № 9.
7. Calvo, G. *Fear of floating* / G. Calvo, C. Reinhart // *Quarterly journal of economics*. – 2002. – Vol. 117
8. Svensson, L. *Inflation targeting* / L. Svensson // *NBER*. – 2010. – WP № 16654.
9. Leiderman, Leonardo. *Inflation Targeting in Dollarized Economies* / Leonardo Leiderman, Rodolfo Maino and Eric Parrado // *IMF*. – 2006. – WP/06/157.