

# Факторы, определяющие выбор инфляционного таргетирования в качестве режима денежно-кредитной политики

Артем ЛЕВЕНКОВ



Магистр экономики и управления, соискатель БГЭУ

Денежно-кредитная политика, являясь составной частью социально-экономической политики государства, должна содействовать решению широкого перечня задач, связанных с необходимостью обеспечения устойчивого развития страны.

Достижение главной цели социально-экономического развития государства – обеспечения устойчивого экономического роста и повышения благосостояния населения – во многом обусловлено эффективностью реализации денежно-кредитной политики в стране.

На современном этапе развития экономической мысли и мировой практики регулирования денежно-кредитной сферы превалирует подход к определению основной цели центральных банков как поддержание стабильно низкого уровня цен, или ценовой стабильности.

*Ключевые слова:*  
инфляция, денежно-кредитная политика, экономический рост, режим денежно-кредитной политики, инфляционное таргетирование.

В настоящее время выбор ценовой стабильности в качестве цели центрального банка обусловлен тем, что научными, эмпирическими исследованиями неоднократно подтверждался тезис о том, что инфляция имеет денежную природу и в долгосрочной перспективе рост денежной массы полностью трансформируется в рост цен. Обеспечение ценовой стабильности является целью денежно-кредитной политики или целью деятельности центральных банков во многих странах мира, включая Европейский центральный банк, Центральный банк Российской Федерации, Национальный Банк Республики Казахстан и другие.

Необходимо отметить, что помимо ценовой стабильности в экономической литературе можно встретить такие цели денежно-кредитной политики, как: максимально возможный ВВП и занятость; сбалансированный рост; комбинация макроэкономических приоритетов; устойчивый валютный курс; обеспечение финансовой стабильности.

Важным с точки зрения эффективности денежно-кредитной политики является нахождение консенсуса интересов центрального банка и правительства. Координация и согласование целей, механизмов и инструментов способствуют достижению сбалансированного развития экономики страны.

Мировой опыт свидетельствует о том, что низкая и стабильная инфляция является важней-

шим условием для обеспечения сбалансированного долгосрочного экономического роста, повышения конкурентоспособности производства и качества жизни населения. Среди основных исследований на эту тему можно выделить работы Р. Барро; М. Хана и А. Сенхаджи.

Р. Барро на основе статистики по 100 странам за период с 1960 г. по 1990 г. проследил влияние инфляции на экономическое развитие этих стран. Согласно полученным результатам увеличение инфляции на 10% в год ведет к сокращению реального ВВП на 0,2–0,3% в год и снижению уровня инвестиций к ВВП на 0,4–0,6% [1].

В работе М. Хана и А. Сенхаджи на примере 140 государств было показано, что в развивающихся странах инфляция выше 11–12%, а в развитых выше 1–3% ведет к снижению темпов роста реального ВВП [2]. В условиях неопределенности цен на товары и услуги сложно осуществлять планирование хозяйственной деятельности, что приводит к снижению деловой активности и сокращению инвестиций. В результате уменьшается потенциал роста экономики в долгосрочной перспективе. Поддержание оптимального уровня инфляции является необходимым условием для обеспечения сбалансированного экономического роста.

Среди современных исследований, посвященных анализу взаимосвязи между инфляцией и экономическим ростом, можно

выделить работу [3], в которой не только обнаруживается отрицательная связь между инфляцией и ростом, но и выделяются конкретные особенности экономики, влияющие на эту взаимосвязь. Авторы делают вывод о том, что страны с развитой финансовой системой и высокой степенью открытости экономики в большей степени страдают от высокой инфляции.

Таким образом, обеспечивая центральную стабильность, центральный банк вносит вклад в достижение иных, гораздо более широких экономических целей, в том числе конечной цели государственной экономической политики – обеспечение устойчивого экономического роста.

Эффективность проводимой денежно-кредитной политики заключается в ее способности достигать поставленной цели.

Преследование цели денежно-кредитной политики носит название «таргетирование» (от англ. *targeting*), оно включает в себя три составляющие: публичное объявление цели, применение инструментария денежно-кредитной политики и ответственность за результаты [4].

Выбор режима денежно-кредитной политики является ключевым решением любого центрального банка. Регулятор должен определить, будет он осуществлять политику с использованием номинального якоря или без явного номинального якоря (то есть проводить мониторинг различных макроэкономических индикаторов). В первом случае необходимо определить, какой именно целевой ориентир денежно-кредитной политики следует использовать.

В зависимости от того, таргетирование какой номинальной переменной осуществляется, денежно-кредитная политика проводится в одном из возможных режимов.

В настоящее время в мировой экономике существует три основных режима денежно-кредитной политики: монетарное таргетирование, таргетирование обменного курса, инфляционное таргетирование. При монетарном таргетировании в качестве номинального якоря может выступать денежный агрегат, например M1, M2 или M3; при таргетировании

обменного курса – курс валюты или корзина валют привязки; при инфляционном таргетировании – прогноз по инфляции и инфляционные ожидания экономических агентов.

Можно выделить следующие желаемые характеристики режима денежно-кредитной политики, необходимые для достижения конечной цели политики.

Первая – устойчивость взаимосвязи промежуточного целевого ориентира и основной цели денежно-кредитной политики. Под этим подразумевается наличие надежной связи между номинальным якорем денежно-кредитной политики и ее конечной целью.

Вторая – независимость применяемых центральным банком инструментов, что требует согласованности между правительством и органами денежно-кредитного регулирования.

Третья – наличие доверия к проводимой политике со стороны экономических агентов, что требует проведения надлежащей коммуникационной политики со стороны регулятора.

Четвертая – наличие технической готовности центрального банка, что выражается в должном уровне развития прогностического и модельного аппарата.

В настоящее время, по данным Международного валютного фонда, наиболее распространенным является режим таргетирования обменного курса – его используют 42,7% стран – участниц МВФ. На втором месте по популярности – инфляционное таргетирование (19,8% стран), на третьем – монетарное таргетирование, которое применяют 12,5% стран – участниц МВФ, включая Республику Беларусь, а оставшиеся 25% стран используют прочие виды режимов (то есть не имеют явного номинального якоря, а проводят мониторинг различных макроэкономических индикаторов).

Определенный интерес представляют факторы, которые лежат в основе выбора страной того или иного режима денежно-кредитной политики.

В настоящий момент монетарное таргетирование используется несколько реже, чем два других режима денежно-кредитной политики. Причина в том, что для успешной его реализации необхо-

димо выполнение двух важных условий:

- таргетируемый денежный агрегат должен полностью или почти полностью контролироваться центральным банком;
- должна наблюдаться стабильная взаимосвязь между таргетируемым денежным агрегатом и инфляцией.

Однако на практике в современных реалиях эти требования не выполняются. В условиях быстрого развития технологий, в том числе финансовых, скорость обращения денег быстро и существенно меняется, что делает связь между денежными агрегатами и динамикой цен неустойчивой.

Что касается таргетирования обменного курса, то, рассмотрев различные исследования, можно обобщить, что выбору валютного курса в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики способствуют открытость экономики, географическая концентрация торговых партнеров и высокая инфляция внутри страны, принимающей решение о выборе данного режима. При этом важно наличие достаточных международных резервов у страны, таргетирующей обменный курс.

Рассмотрим более подробно исследования, посвященные анализу факторов, которые повлияли на выбор инфляционного таргетирования, в качестве режима денежно-кредитной политики.

В работе Х. Самариной и Я. Де Хаана [5] анализируются макроэкономические, финансовые и институциональные особенности экономик, которые влияют на решение страны перейти к инфляционному таргетированию. Рассматриваются панельные данные по 60 странам как входящих, так и не входящих в ОЭСР на временном горизонте с 1985 г. по 2008 г.

В отличие от других исследований по этой тематике авторы уделяют в том числе внимание и финансовым переменным, так как стабильная, развитая финансовая система с ликвидными и активными финансовыми рынками может способствовать успешному применению режима таргетирования инфляции.

Например, хорошо функционирующие финансовые рынки минимизируют влияние кратко-

срочных финансовых шоков на экономику. Развитая финансовая система предоставляет больше возможностей для распределения ресурсов и снижает риск того, что финансирование прекратится. Авторы выделяют два вида финансовых систем: основанную на рынке и основанную на банках. В системе, основанной на банках, банковский сектор доминирует в финансировании экономики, в системе же, основанной на рынке, эта роль отводится рынку акций и облигаций. Авторы отмечают, что страны с финансовой системой, основанной на рынке, имеют больший «эффект передачи импульса процентной ставки», чем страны с системой, основанной на банках [6].

В качестве потенциальных факторов, влияющих на переход страны к инфляционному таргетированию, Х. Самарина и Я. Де Хаан включают в свою модель инфляцию, темп прироста выпуска и его волатильность, фиктивную переменную режима валютного курса (фиксированный или плавающий), волатильность темпа роста денежной массы, бюджетный дефицит, государственный долг, переменные, характеризующие открытость экономики и уровень валютного риска, степень независимости центрального банка как институциональный фактор, а также группу факторов, которая характеризует финансовую систему: переменные финансовой стабильности, финансовой структуры и степени развитости финансовых рынков.

Таким образом, все объясняющие переменные разделяются на пять групп:

- макроэкономические факторы: инфляция, темп роста выпуска и волатильность, режим валютного курса, волатильность курса, волатильность темпа роста денежных агрегатов;
- фискальные факторы: фискальный баланс, государственный долг;
- внешние факторы: открытость экономики, валютный риск;
- финансовые факторы: финансовая стабильность, развитость финансовой системы, структура финансовой системы;
- институциональные факторы: независимость инструментов центрального банка.

Результаты моделирования показывают, что вероятность того, что страна выберет инфляционное таргетирование своим режимом денежно-кредитной политики, тесно связана с макроэкономическим развитием страны, ее курсовой политикой, фискальной дисциплиной, а также финансовой структурой и степенью развития финансового рынка.

Можно утверждать, что страны с низкой инфляцией в большей степени склонны использовать инфляционное таргетирование.

В модели рост ВВП значим с отрицательным знаком, а волатильность выпуска значима с положительным знаком. Таким образом, страны с более низким уровнем роста ВВП и более высокой волатильностью выпуска в прошлом с большей вероятностью будут использовать инфляционное таргетирование.

Можно обобщить выводы, сделанные авторами на основе проведенных расчетов: страны с низкой инфляцией и низким темпом роста ВВП, высокой волатильностью выпуска и валютного курса, плавающим режимом валютного курса, низким бюджетным дефицитом, менее развитой и основанной на рынке финансовой системой с большей вероятностью осуществляют переход к режиму инфляционного таргетирования. Более того, полученные результаты свидетельствуют о различиях в предпосылках внедрения инфляционного таргетирования между странами, входящими и не входящими в ОЭСР. Было выявлено, что открытость экономики и высокая степень независимости инструментов центрального банка связаны с выбором таргетирования инфляции странами, не входящими в ОЭСР.

Большой интерес представляет исследование Ю. Лукота, который в своей работе [7] сделал акцент на институциональных и политических факторах, влияющих на выбор инфляционного таргетирования в качестве режима денежно-кредитной политики. На основе панельных данных по 30 развивающимся странам (среди них были как таргетирующие инфляцию, так и не таргетирующие инфляцию) за период с 1980 г. по 2006 г. автор

определил, что к числу факторов, влияющих на выбор инфляционного таргетирования, относятся независимость центрального банка, стимулы политиков, характеристика политической системы (к примеру, степень федерализма, число лиц, имеющих право вето в правительстве).

В качестве переменной, обозначающей независимость центрального банка, использовался индекс, отражающий частоту смены председателей центрального банка. Чем выше этот индекс, тем ниже независимость центрального банка.

Политическая стабильность измеряется с помощью индекса государственной стабильности. Индекс принимает значения от 0 (низкая стабильность) до 12 (очень высокая стабильность). Эта переменная представляет собой сумму трех показателей: единство правительства, законодательная сила и поддержка народа – каждый измеряется по шкале от 0 до 4.

В странах, характеризующихся централизацией и сильной политической властью, центральный банк обычно юридически более зависим от правительства. В федеративных государствах центральные банки пользуются гораздо большей самостоятельностью.

Также автор использует дополнительные контрольные переменные, чтобы учесть иные факторы. К ним относятся: логарифм реального ВВП на душу населения, уровень инфляции с лагом в один год, фиктивная переменная плавающего режима валютного курса и открытость экономики.

В результате проведенного исследования автором были получены следующие результаты. Чем большей независимостью обладает центральный банк, тем выше вероятность перехода к таргетированию инфляции. Чем более стабильна политическая система, тем выше вероятность перехода к таргетированию инфляции. Чем больше степень федерализма и децентрализации, тем выше вероятность перехода к таргетированию инфляции. При этом финансовые рынки, развитие финансовой системы не оказывают значительного влияния на вероятность перехода к режиму таргетирования инфляции.

Страны, характеризующиеся более высоким реальным ВВП на душу населения, с большей вероятностью переходят к режиму таргетирования инфляции.

В работе г. Лейва [8] на основе данных выборки стран за период 1975–2005 гг. делается вывод о том, что значимое влияние на вероятность перехода к таргетированию инфляции имеют уровень инфляции, ВВП на душу населения, развитие финансовой системы и открытость для торговли, причем самое сильное влияние оказывает уровень инфляции. Чем меньше инфляция, тем больше вероятность того, что страна будет придерживаться режима таргетирования инфляции. Чем более развита финансовая система, больше ВВП на душу населения, более открыта страна для торговли, тем выше вероятность перехода к таргетированию инфляции.

Определенный интерес представляет работа Н. Батини и Д. Лакстона [9], в которой авторы выделили основные группы предпосылок перехода к таргетированию инфляции и проанализировали, насколько полно эти предпосылки выполнялись в тех странах, которые этот переход совершили.

Авторы данной статьи разделили предпосылки таргетирования инфляции на четыре широкие категории: институциональная независимость, хорошо развитая техническая инфраструктура, структура экономики, «здоровая» финансовая система.

Для оценки роли этих предпосылок анализировалась информация по 21 центральному банку, осуществившему переход к инфляционному таргетированию по состоянию на момент написания статьи, и 10 центральным банкам, не придерживающимся этой стратегии, среди развивающихся стран (Ботсвана, Гватемала, Индия, Индонезия, Малайзия, Пакистан, Россия, Танзания, Турция и Уругвай).

Н. Батини и Д. Лакстон отмечают, что ни в одной из стран, осуществивших переход к таргетированию инфляции, указанные предпосылки не были выполнены в полной мере, но при этом названные страны смогли успешно реализовать этот режим денежно-кредитной политики.

Практика применения инфляционного таргетирования насчитывает уже более 25 лет. Можно отметить, что в начале своего развития инфляционное таргетирование рассматривалось исключительно как режим денежно-кредитной политики, подходящий для развитых стран ввиду высоких требований к институциональной и технической готовности для перехода на этот режим. В настоящее время на фоне увеличения количества развивающихся стран, успешно осуществивших переход на инфляционное таргетирование, превалирует мнение о том, что многие из предпосылок являются скорее желательными и будут полезны при любом режиме денежно-кредитной политики.

Тем более что за это время произошла определенная эволюция режима в части перехода к более гибкой политике, учитывающей изменение параметров выпуска и обменного курса, так называемое «гибкое инфляционное таргетирование». Данный термин впервые был введен Свенсоном [10] для обозначения действий центральных банков, в целевую функцию которых входит не только ценовая стабильность, но и поддержание выпуска на потенциальном уровне или снижение волатильности валютного курса. Появление более гибких подходов к таргетированию инфляции стало одним из факторов, обусловивших распространение данного режима в развивающихся странах, где колебания обменного курса являются важным фактором, который определяет действия экономических агентов.

В некоторых исследованиях по развивающимся странам встречается такой феномен, как «страх плавления валютного курса» [11], вызванный его повышенной волатильностью при внедрении режима инфляционного таргетирования. С другой стороны, у развивающихся стран также присутствует «страх укрепления национальной валюты» в связи с риском потери конкурентоспособности [12]. Все это связано с тем, что традиционно в развивающихся странах более значимым является эффект переноса валютного курса в цены. При этом при гибком инфляционном таргетировании центральные банки многих

развивающихся стран сохраняют свое присутствие на валютном рынке.

Обобщая осуществленный обзор исследований, следует отметить, что принятию решения о переходе к инфляционному таргетированию способствуют: снижающийся уровень инфляции, плавающий режим валютного курса, высокая степень децентрализации власти, а также высокий уровень независимости денежных властей, развитость финансовых рынков. В свою очередь препятствуют: высокий государственный долг и высокий дефицит бюджета.

Таким образом, на основе анализа исследований можно выделить следующие основные группы факторов, которые лежат в основе выбора режима инфляционного таргетирования:

- **институциональные:**
  - признание ценовой стабильности главной целью денежно-кредитной политики;
  - операционная независимость центрального банка. Он должен обладать свободой в выборе инструментов денежно-кредитной политики и их использовании для достижения целевых ориентиров инфляции;
  - отсутствие фискального доминирования, что означает минимизацию как финансирования дефицита государственного бюджета за счет прямого кредитования центральным банком, так и «квазифискальных» операций;
  - прозрачность денежно-кредитной политики, что подразумевает объяснение регулятором конечных целей, проводимой политики, механизма принятия решений и методов практической реализации намеченной политики;
  - ответственность центрального банка за результаты денежно-кредитной политики. В этой связи все отклонения фактического уровня инфляции от целевого должны быть тщательно разъяснены общественности;
- **макроэкономические:**
  - финансовые, которые характеризуют степень развития и устойчивости финансовой системы государства;
  - снижающаяся инфляция до перехода к инфляционному таргетированию, что позволяет избежать проблемы установления слишком высоких целевых ори-

ентиров инфляции (которые могут быть восприняты населением чрезмерно высокими) или слишком резкого снижения инфляции за относительно короткий период;

• **финансовые условия:**

– финансовая стабильность.

Устойчивость финансовой системы повышает доверие к проводимой политике, что способствует улучшению контроля инфляционных ожиданий. Поэтому финансовая система должна быть устойчивой к различному рода шокам, способной справиться с колебаниями обменного курса, процентных ставок, цен на финансовые активы;

– развитие финансового рынка. Развитый и хорошо функционирующий финансовый рынок способствует повышению предсказуемости результатов тех или

иных действий в области денежно-кредитной политики.

**Выводы**

В настоящее время обеспечение ценовой стабильности является общепризнанной целью центральных банков мира. Широкое понимание в обществе получили выгоды низкой и стабильной инфляции, что по своей сути является вкладом денежно-кредитной политики в достижение целей общегосударственной экономической политики.

Инфляционное таргетирование как режим денежно-кредитной политики ставит четкие цели по инфляции и подтверждает свою эффективность в контексте снижения инфляции и сдерживания инфляционных ожиданий как в промышленно развитых странах, так и в странах с переходной эко-

номикой. В этой связи данный режим является адаптивным к специфическим условиям каждой конкретной страны.

При этом в основе выбора инфляционного таргетирования лежит целая группа факторов, которые отражают в том числе и совершенствование проводимой экономической политики в целом. Так, внедрение инфляционного таргетирования стало частью более широкого процесса экономических трансформаций в институциональной сфере, а также позволило нарастить технический потенциал центрального банка, улучшить бюджетно-налоговую политику, развить финансовый рынок.

\* \* \*

*Материал поступил 01.09.2017.*

**Источники:**

1. Robert, J. Barro inflation and economic growth. – WP5326. – NBER. – 1995.
2. Khan, M. Threshold effects in the Relationship between Inflation & Growth / M. Khan, A. Senhadji // IMF Staff Papers. – 2001. – Vol. 48 (1).
3. Eggoh, J.C. On the nonlinear relationship between inflation and economic growth / J.C. Eggoh, M. Khan // Research in Economics. – 2014. – Vol. 68 (2). – P. 133–143.
4. Мусеев, Р.С. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие / Р.С. Мусеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
5. Samaryna, H. Right on Target: Exploring the Determinants of Inflation Targeting Adoption / H. Samaryna, J. de Haan // The Netherlands CESifo. – University of Groningen, The Netherlands De Nederlandsche Bank, Amsterdam Working Paper. – 2011. – № 321.
6. Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine (2001). «Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons». In *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, edited by Demirgüç-Kunt Asli and Ross Levine. Cambridge, MA: MIT Press.
7. Lucotte, Y. The Choice of Adopting Inflation Targeting in Emerging Economies: Do Domestic Institutions Matter? / Y. Lucotte // University Library of Munich, Germany, MPRA Paper № 27118. – 2010. – № 27118.
8. Leyva, G. The Choice of Inflation Targeting / G. Leyva // Central Bank of Chile, Working Paper. – 2008. – № 475.
9. Batini, N. Under What Conditions can Inflation Targeting be Adopted? The Experience of Emerging Markets / N. Batini, D. Laxton // Central Bank of Chile, Working Paper. – 2006. – № 406.
10. Svensson, L. Inflation Targeting / L. Svensson // NBER Working Paper. – 2010. – № 16654.
11. Calvo, G. Fear of Floating / G. Calvo, C. Reinhart // Quarterly Journal of Economics, 2002. – Vol. 117. – Is. 2. – P. 379–408.
12. Levy-Yeyat, E. Fear of Appreciation / E. Levy-Yeyat, F. Sturzenegger // KSG Working Paper 07-047. – 2007. – Harvard University.