

Ключевые слова:

инфляционное таргетирование,
денежно-кредитная политика, кризис,
трансмиссионный механизм

А. В. Чаркин, аспирант кафедры «Финансы»
Академии бюджета и казначейства Минфина России
(e-mail: alexcharkin@inbox.ru)

Теоретические основы инфляционного таргетирования

В начале 1990-х гг. в практике монетарного регулирования появился новый режим денежно-кредитной политики, характеризовавшийся единственностью цели, минимальным набором инструментов и максимальной транспарентностью действий денежного регулятора. Этот режим был назван инфляционным таргетированием (inflation targeting).

Традиционно считается, что впервые он был внедрен в качестве официальной схемы действий денежного регулятора в Новой Зеландии в 1990 г. В 1970-1980-х гг. экономика Новой Зеландии испытывала негативное воздействие высокой и волатильной инфляции, что вынудило власти ужесточить денежно-кредитную политику. Данная мера способствовала снижению инфляционного фона, и в 1989 г. Акт Резервного банка (Reserve Bank Act) зафиксировал схему денежно-кредитной политики, известную ныне как инфляционное таргетирование. Однако общепризнанным годом внедрения нового режима считается 1990-й, в марте которого между правительством и Резервным банком было подписано соглашение, в котором устанавливался первый целевой уровень: инфляция должна быть снижена до 2 % к 1992 г.

С этого момента инфляционное таргетирование приобрело немалую популярность в качестве предмета исследования в научных кругах, а число стран, практикующих де-юре данный режим, в 2007 г. достигло 27¹. Тенденция к переходу на инфляционное таргетирование превратилась в неотъемлемый атрибут прогрессивных центральных банков. Банк России в 2000 г. впервые обозначил в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» такую тенденцию, причем, по разным оценкам, завершиться процесс перехода должен к 2014 г.² Параллельно с практическим интересом центральных банков стран с высоким уровнем инфляции в научных кругах возникал теоретический интерес, заключающийся в построении математических моделей и выработке оптимальных правил для нового режима.

¹ Monetary Bulletin 2007-2. Appendix 2 / Bank of Iceland.

² Улюкаев А., Дробышевский С., Трунин П. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ // Вопросы экономики. — 2008. — № 1. — С. 2–15.

Появились как приверженцы новой концепции, так и ее противники. Целью данной статьи является краткое описание теоретических основ инфляционного таргетирования, при этом будут рассмотрены вопросы, которые поставил перед инфляционным таргетированием мировой финансовый кризис.

Эти вопросы были озвучены на конференции Латиноамериканской и карибской экономической ассоциации при поддержке Банка международных расчетов (далее — БМР). В соответствии с материалами БМР³, новые проблемы заключаются в следующем:

- Как центральным банкам, практикующим инфляционное таргетирование, следует реагировать на длительные шоки, связанные с колебаниями цен на нефть и другие природные ресурсы.
- Каким образом глобализация экономик влияет на реализацию инфляционного таргетирования центральными банками, особенно в маленьких государствах. Отсюда вытекают вопросы влияния на режим потоков капитала, обменных курсов и иностранных валютных интервенций, если таковые имеют место.
- Как в свете возможного среднесрочного негативного эффекта, который оказывает на экономику цикличность роста кредитования и цен на активы, следует корректировать режим денежно-кредитной политики.
- В какой степени следует учитывать вопросы финансовой стабилизации при принятии решений, касающихся реализации денежно-кредитной политики.

Таким образом, можно свести частные проблемы к двум общим вопросам: а) эффективен ли этот режим в кризисный и посткризисный период; б) сохраняет ли он свои преимущества (перед другими режимами) при наличии обозначенных выше проблем.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Вариантов определения инфляционного таргетирования множество, и для конкретного исследования они выбираются в соответствии с предпочтениями и нуждами авторов. Например, отечественный исследователь А. Ю. Жигаев в своей работе, посвященной денежно-кредитной политике Новой Зеландии, приводит в качестве эталонного определение Б. Бернанке: «Таргетирование инфляции — это основа денежно-кредитной политики, которая характеризуется публичным объявлением официальных количественных целевых показателей (или целевых диапазонов) темпов инфляции на один или несколько периодов времени, а также непосредственным признанием того, что низкая и стабильная инфляция является основной долгосрочной целью денежно-кредитной политики»⁴. Однако данное определение есть перечисление основных характеристик режима, которые, безусловно, составляют необходимую его часть, но не раскрывают в полной мере его суть и отличие от других режимов монетарного регулирования. Поэтому для целей настоящей статьи предлагается следующая формулировка: **инфляционное таргетирование — это режим денежно-кредитной политики, когда ее единственной безусловной конечной целью является достижение такого заданного уровня инфляции, что экономические агенты перестают учитывать ее при принятии существенных решений.** Данный уровень определяется исходя из конкретных макроэкономических условий. Предложенный вариант сочетает в себе два важных элемента: определение инфляционного таргетирования как режима с одной безусловной конечной переменной (целью) и теоретическую трактовку ценовой стабильности, поскольку эмпирическое понимание «низких и стабильных цен» может варьироваться от страны к стране.

³ *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis // BIS Papers. — 2010. — № 51.*

⁴ Жигаев А. Ю. Денежно-кредитная политика в Новой Зеландии // *Деньги и кредит. — 2010. — № 2.*

ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Из предложенного нами определения можно вывести три существенные характеристики режима. Они не являются авторским изобретением и признаются всеми основными исследователями инфляционного таргетирования, в частности изучены и обоснованы шведским исследователем Ларсом Е. О. Свенссоном⁵. Данные характеристики:

1. Фиксация и опубликование числовых значений инфляционного ориентира.
2. Проведение денежно-кредитной политики с приоритетом реализации инфляционного прогноза.
3. Высокая степень прозрачности действий и подотчетности денежных властей.

Таким образом, реализация режима инфляционного таргетирования происходит не только в области регулирования экономических переменных, но и в области управления инфляционными ожиданиями, так как в разных пропорциях, но инфляционная инерция в любой момент времени и в любой стране является неотъемлемой составляющей ее будущих цен.

Рассмотрим подробнее данные существенные характеристики инфляционного таргетирования.

1. Фиксация и опубликование числовых значений инфляционного ориентира.

Выбор числовых ориентиров по инфляции базируется на оценке экономической ситуации в стране и готовности денежных властей нести ответственность за достижение выбранных показателей. В настоящее время существует несколько сложившихся в практике центральных банков стран, таргетирующих инфляцию, форм фиксирования инфляционной цели: а) задание цели в форме интервала с промежутком не более 2-3 % (например, Новая Зеландия, в соответствии с Policy Target Agreement 2008, установила цель — 1–3 % ИПЦ в год); б) задание точечной цели с доверительным интервалом, обычно не более 1 % (так, Банк Канады устанавливает интервал в 1 %, при этом фиксируется необходимость удерживать базовую инфляцию на уровне 2 % в годовом исчислении за 6 последовательных кварталов); в) задание точечной цели без доверительного интервала (Банк Англии определяет инфляционную цель в 2 %). Следует указать, что на практике для фиксации и оценки достижения инфляционной цели денежные власти разных стран используют разные индексы цен, поэтому некоей универсальной методики разработки числового значения инфляционной цели не существует.

При этом в научных кругах мнения несколько расходятся: большинство ученых считает, что наиболее оптимальным для таргетирования является базовый индекс потребительских цен и, соответственно, базовая инфляция⁶, однако другие ученые, в т. ч. некоторые отечественные исследователи инфляционного таргетирования, доказывают необходимость разработки специализированных индексов⁷. Точка зрения автора данной статьи заключается в том, что при внедрении нового режима наиболее рационально использовать в качестве таргетируемой переменной базовую инфляцию, а в дальнейшем, по мере приспособления экономики к новому режиму, улучшения инструментария центрального банка и развития методологии, естественным будет разработать специализированный индекс под нужды регулятора в целях улучшения управляемости таргетируемой переменной.

⁵ Svensson L. *Inflation Targeting* (<http://people.su.se/~leosven/>).

⁶ См.: Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. *Inflation Targeting: Lessons from the international experience*. — Princeton University Press, 1999.

⁷ См.: Корищенко К. Н. *Концепция перехода к инфляционному таргетированию в России: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10*. — СПб, 2007.

Следует отметить, что установление целевого уровня инфляции в форме интервала налагает на денежные власти в моральном смысле больше ответственности и нарушение «интервальной» цели приводит к более существенному подрыву доверия к регулятору, нежели нарушение «точечной» цели. Инфляционная цель устанавливается по согласованию с правительством страны, ввиду того что, хотя центральный банк обладает и должен обладать независимостью в области денежно-кредитного регулирования (по выражению Л. Свенссона⁸, мандат на исполнение денежно-кредитной политики и независимость центрального банка — основные столпы успешной реализации любого режима, в том числе инфляционного таргетирования), на практике модель жесткого таргетирования никогда не применяется. Инфляционная цель фиксируется в официальном документе, который публикуется в открытом доступе в полном объеме либо в форме выдержек с существенными данными.

2. Проведение денежно-кредитной политики с приоритетом реализации инфляционного прогноза. Доказано, что наибольшую эффективность инфляционное таргетирование, да и вообще любой режим денежно-кредитной политики имеет, если он основывается на понятных и достоверных прогнозах⁹. Прогнозирование и публикация прогнозов, основополагающих для принятия решений, позволяют уменьшить негативное воздействие временного лага между действиями денежных властей и ответной реакцией экономики. В целях достижения инфляционного ориентира необходимо составлять прогноз так, чтобы он на несколько лет вперед соответствовал заданной инфляционной цели. Однако за то время, которое требуется, чтобы изменения политики подействовали на инфляцию, экономика подвергается воздействию новых и неожиданных шоков. Фактический инфляционный результат тем самым корректируется за счет событий, которые невозможно предсказать в момент принятия решений по денежно-кредитной политике.

Прямое сопоставление результатов и целей по инфляции может таким образом привести к неверным выводам. Фактическая инфляция может совпадать с целью, даже если были приняты неверные решения по денежно-кредитной политике, но центральному банку повезло и неожиданные шоки все равно привели к правильному инфляционному результату. С другой стороны, инфляционный результат может отклоняться от цели, даже если решения были правильными, потому что центральному банку не повезло и неожиданные негативные шоки привели к неверному инфляционному результату. Именно поэтому необходимо заложить в прогноз возможность возникновения непредвиденных шоков и предусмотреть стрессовые сценарии. Это не устраним угрозу неопределенности, но уменьшит вероятность неадекватного реагирования экономических агентов на непредвиденные шоки.

3. Высокая степень прозрачности действий и подотчетности денежных властей. Действительно, отличительная черта инфляционного таргетирования — высокая степень прозрачности режима, что проявляется в публикации регулярных отчетов, комментариев, прогнозов, сценариев принятия решений и прочей информации, существенной для экономических агентов. Подобная степень открытости для центральных банков исключительна. Традиционно денежно-кредитная политика представляет собой «ящик за семью печатями». Характерная черта инфляционного таргетирования в том, что данный режим управляет в первую очередь инфляционными ожиданиями, а не экономическими переменными, ввиду чего на передний план выходит форми-

⁸ Svensson L. *Evaluating monetary policy* (<http://people.su.se/~leosven/>).

⁹ Svensson L. *Inflation Targeting* (<http://people.su.se/~leosven/>).

рование нужных информационных потоков. Помимо высокой степени открытости, инфляционному таргетированию присуща и высокая степень подотчетности — публичность целей играет в этом главную роль, поэтому в большинстве основополагающих документов, фиксирующих схему такого режима, прописаны меры ответственности за неисполнение устанавливаемых целей по инфляции. Например, в рамках Monetary Policy Agreement в Новой Зеландии Председатель Резервного банка несет ответственность вплоть до отрешения от должности, а Банк Англии обязан письменно и публично объяснять отклонения от заданной цели более чем на 1 % и предлагать адекватные меры по корректровке уровня инфляции.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Эффективность режима определяется достигнутыми результатами. До сих пор не найдено подтверждения однозначного преимущества режима инфляционного таргетирования перед другими режимами, а скорее наоборот. В частности, это подтверждается в работе Мишкина и Шмидт-Гейбеля¹⁰, в которой производится сопоставление показателей инфляции и ВВП по странам, таргетирующим инфляцию и иным, в разбивке на развитые и развивающиеся страны. Результаты показывают, что уровень инфляции в странах с режимом таргетирования выше в среднем на 2 %. Сводная статистика, основанная на данных Мишкина и Шмидт-Гейбеля, представлена в таблице.

Сопоставление показателей инфляции

Годы	Группы стран	Инфляция, %	
		Значение	Стандартное отклонение
1989–1996	Таргетирующие страны	12,63	3,91
	Нетаргетирующие страны	4,01	1,37
1997–2004	Таргетирующие страны	4,37	2,63
	Нетаргетирующие страны	2,07	0,79

В период с 1989 по 1996 гг. происходит перестройка взаимодействия денежных властей с экономическими агентами в части информационного обмена. В научных кругах зарождается интерес к новой теме, проводятся базовые исследования модели, предлагаются теоретические концепции построения режима. Как видно из приведенной таблицы, разрыв в показателях инфляции в это время между странами, таргетирующими инфляцию (далее — Группа 1), и странами с иными режимами государственной денежно-кредитной политики (далее — Группа 2) существенен. В среднем по Группе 1 показатель инфляции выше в три раза.

Второй период можно условно охарактеризовать как период интенсивной реализации режима таргетирования и активного исследования данной схемы денежно-кредитной политики в научных кругах. Как видно из таблицы, разрыв в показателях инфляции по Группе 1 и Группе 2 составляет 2,3 %, однако уровень инфляции по Группе 1 сократился в 2,89 раз, а по Группе 2 — в 1,94 раза, при этом наблюдается незначительное снижение волатильности (на 1,28 и 0,58 % соответственно). Итак,

¹⁰ Mishkin F., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? // National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper. — 2007. — № w12876.

видно, что введение режима инфляционного таргетирования позволило существенно снизить инфляцию, однако по Группе 2 показатели лучше, средний показатель инфляции меньше, а его волатильность ниже.

И тем не менее ни одна страна, принявшая инфляционное таргетирование в качестве схемы денежно-кредитной политики, от него не отказалась, несмотря на весомые аргументы со стороны противников таргетирования инфляции: эти ученые говорят, что режим способствует приданию инфляционной цели слишком высокого уровня значимости, что может существенно навредить общей экономической стабильности и иным важным монетарным показателям. Речь идет о явлении, названном «инфляционное безумие» (*inflation nutter*) и в ряде случаев проявляющемся в рассматриваемом режиме¹¹. Однако существует решение данной проблемы, которое обыкновенно реализуется на практике и обычно упускается исследователями-теоретиками. Помимо условно строгой модели, описываемой указанными выше характеристиками, существует также модель гибкая, которую далее мы будем называть просто **гибким инфляционным таргетированием**. Именно гибкое таргетирование реализуется на практике, и исполнение данной схемы позволяет избежать негативных последствий излишней концентрации на инфляционной цели. Суть гибкой модели заключается в том, что денежный регулятор учитывает в схеме иные существенные для экономики переменные (обычно не более 1); например, Л. Свенссон указывает на возможность использования объемов потребляемых ресурсов¹², а иные исследователи¹³ — валютного курса. Эффективность модели будет зависеть от правильного подбора дополнительных переменных и их веса. Теоретические различия между моделями легко описать, рассмотрев один из предложенных на конференции БМР вызовов — длительных шоков цен на энергоресурсы. Данный пример является частным случаем такой масштабной проблемы, как длительный непредвиденный макроэкономический шок. Разумеется, «непредвиденность» в рассматриваемом случае означает отсутствие вероятности возникновения подобного шока в используемом прогнозе. Убедимся, что решение указанной проблемы в рамках строгой модели крайне затруднено.

Если имеется некоторая переменная, обозначающая уровень инфляции, то в рамках строгой модели инфляционного таргетирования необходимо существуют некоторые промежуточные цели, как правило, процентные ставки, реже — резервные требования, которые позволяют оказывать влияние на рассматриваемую переменную через количество денег в экономике или их стоимость. Рассчитать силу воздействия на конечную переменную в подобной теоретической модели достаточно просто, в частности:

1. Для первого случая, когда воздействие на конечную переменную происходит через количество денег в экономике, сила воздействия может быть рассчитана по формуле

$$|\Delta X| = |\Delta M| \cdot P, \quad (1)$$

где ΔM — изменение денежного мультипликатора вследствие изменения норматива обязательных резервов,

P — влияние монетарных показателей на уровень инфляции за рассматриваемый временной интервал.

¹¹ См.: King M. *Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice* // *Journal of Monetary Economics* 39. — 1997. — P. 81–97.

¹² Svensson L. *Evaluating monetary policy* (<http://people.su.se/~leosven/>).

¹³ См.: Aizenmann J., Hutchinson M., Noy A. *Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets* // *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*. — 2008. — № w14561.

2. Во втором случае сила воздействия определяется статистически путем расчета стохастической зависимости между ключевой ставкой, определяющей общий уровень процента в экономике (базовая ставка), и базовой инфляцией; таким образом,

$$|\Delta X| = |\Delta R| \cdot \text{CorrV}, \quad (2)$$

где $|\Delta R|$ — изменение процентной ставки;

CorrV — корреляция базовой ставки и уровня инфляции в экономике. При этом показатель CorrV должен подлежать регулярному пересчету ввиду изменения влияния процента на базовую инфляцию.

В результате на одну таргетируемую переменную приходится один инструмент, позволяющий управлять ее колебаниями в рамках типичных шоков. Однако в ситуации длительного изменения цен на энергоресурсы регулятор вынужден реагировать на изменения в торговом и платежном балансе, что прямо влияет на объем золотовалютных резервов. Отсутствие реагирования на подобный шок может привести к потере контроля над ключевыми показателями. Достаточно легко предусмотреть возможные варианты ответной реакции в рамках модели с одной целью, однако помимо инфляции существенными показателями для макроэкономического моделирования являются объем ВВП или валютный курс. Введение в строгую модель этих переменных приводит к тому, что денежным властям приходится выбирать между достижением показателей по первичной цели и влиянием на объем ВВП и валютный курс. Это существенно снижает эффективность ответной реакции на шоки и приводит к потере контроля над ситуацией, ввиду того что возрастают инфляционные ожидания и в целом доверие к регулятору падает.

Очевидно, в условиях жесткой модели таргетирования решения рассматриваемой проблемы не существует. Модель гибкого таргетирования позволяет выйти из сложной ситуации:

— в рамках системы взаимодействия между денежными властями и финансовыми органами проводится согласование денежно-кредитной и бюджетной политики, в частности совместно осуществляются стерилизационные меры;

— в модель вводятся дополнительные переменные, что и является особенностью гибкой модели таргетирования. Данный вариант подвергается критике со стороны приверженцев строгой модели таргетирования¹⁴, однако он позволяет дополнить систему переменных недостающими элементами. Например, в случае развивающихся стран — экспортеров сырьевых товаров ряд исследователей предлагают ввести управляемое плавание курса внутренней валюты¹⁵;

— первоначальные прогнозы и сам инфляционный ориентир корректируются в соответствии с изменившейся макроэкономической ситуацией. Следует отметить, что поводы для подобной корректировки, как правило, обозначаются в схеме проведения денежно-кредитной политики.

Кризис показал, что для решения вопроса финансовой стабильности в целом недостаточно добиться только стабильных цен. Также стало очевидно и то, что само по себе хорошо исполненное строгое инфляционное таргетирование не является залогом финансовой стабильности. Это значит, что проблемы, обозначенные на конференции БМР, не могут быть решены в рамках одной лишь денежно-кредитной политики. При

¹⁴ См.: Моисеев С. Р. Инструментарий денежно-кредитной политики центрального банка для таргетирования инфляции: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10. — Москва, 2009.

¹⁵ См.: Aizenmann J., Hutchinson M., Noy A. *Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets* // National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper. — 2008. — № w14561.

этом инфляционное таргетирование может оставаться эффективным инструментом и сохранять свои конкурентные преимущества только в условиях применения гибкой модели, сочетающей в себе задачи по стабилизации как денежно-кредитных показателей и инфляции, так и иных ключевых макроэкономических индикаторов.

Кроме того, изменения только процентных ставок для финансовой стабилизации также недостаточно. В период кризиса наиболее важны эффективный пруденциальный надзор и регулирование требований к достаточности капитала, объемам ликвидности, а также корректировка используемых методик прогнозирования и расширения прогнозных горизонтов.

Чтобы улучшить работу действующих схем кредитно-денежной политики, центральным банкам необходимо исследовать последствия воздействия кризиса на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и в соответствии с полученными результатами изменить свой инструментарий и пересмотреть целевые значения показателей, используемых в модели. Тем не менее, несмотря на описанные выше необходимые корректировки, **режим гибкого инфляционного таргетирования остается наилучшим с точки зрения управляемости и предсказуемости поведения целевых показателей.** Таким образом, можно предположить, что ответом на вызовы, брошенные кризисом денежным властям, может стать введение режима гибкого инфляционного таргетирования в форме, наиболее точно подходящей к макроэкономическим и институциональным условиям конкретной страны.

Библиография

1. Aizenmann, J., Hutchinson, M., Noy, A. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets // National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper. — 2008. — № w14561.
2. Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., Posen, A. Inflation Targeting: Lessons from the international experience. — Princeton University Press, 1999.
3. Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis // BIS Papers. — 2010. — № 51.
4. Policy Targets Agreement 2008 [Электронный ресурс] / Сайт Резервного банка Новой Зеландии. — Режим доступа: <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/3517581.pdf>.
5. Reserve Bank of New Zealand Act 1989 [Электронный ресурс] / Сайт Резервного банка Новой Зеландии. — Режим доступа: <http://www.rbnz.govt.nz/about/acct.pdf>.
6. King, M. Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice // Journal of Monetary Economics 39. — 1997. — P. 81–97.
7. Mishkin, F., Schmidt-Hebbel, K. Does Inflation Targeting Make a Difference? // National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper. — 2007. — № w12876.
8. Monetary Bulletin 2007-2 / Bank of Iceland.
9. Svensson, L. Evaluating Monetary Policy [Электронный ресурс] / Персональная страница Ларса Свенссона. — Режим доступа: <http://people.su.se/~leosven/>.
10. Svensson, L. Inflation Targeting [Электронный ресурс] / Персональная страница Ларса Свенссона. — Режим доступа: <http://people.su.se/~leosven/>.
11. Жигаев, А. Ю. Денежно-кредитная политика в Новой Зеландии // Деньги и кредит. — 2010. — № 2.
12. Корищенко, К. Н. Концепция перехода к инфляционному таргетированию в России: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10. — СПб, 2007.
13. Моисеев, С. Р. Инструментарий денежно-кредитной политики центрального банка для таргетирования инфляции: автореф. дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10. — Москва, 2009.
14. Улюкаев, А., Дробышевский, С., Трунин, П. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ // Вопросы экономики. — 2008. — № 1.— С. 2–15.