

Глава 23. Политика стабилизации экономики в современных условиях

23.1. Макроэкономическая теория и стабилизация экономики

В экономической теории существует достаточно устоявшаяся точка зрения, полагающая, что для успешного развития экономики любой страны необходимо наличие в ней стабильного экономического развития, которое обеспечивается государством в результате проведения грамотной стабилизационной политики. Однако понимание того, что является предметом такой стабилизационной политики, какова ее цель, как ее надо проводить на протяжении развития экономической теории не было однозначным.

Первоначально, экономическая теория рассматривала стабилизационную политику как антициклическую политику сдерживания влияния экономических шоков на экономику, основной целью которой являлось предотвращение или снижение спада экономики.

Теоретическое обоснование такого понимания стабилизационной политики было дано сторонниками кейнсианской школы, которые в отличие от представителей классической школы полагали, что государство не только может, но и должно активно воздействовать на экономику с целью ее регулирования. Необходимость активного государственного вмешательства в экономические процессы кейнсианская школа обосновывала тем, что рыночная экономика в большинстве случаев не способна самостоятельно достигнуть уровня полной занятости. Это обусловлено тем, что в условиях безработицы уровень совокупных расходов ограничен, а именно он, согласно кейнсианской теории, определяет уровень равновесного дохода в экономике. Для того, чтобы экономика оказалась в состоянии равновесия на уровне полной занятости, государство должно корректировать совокупные расходы экономики, проводя соответствующую стабилизационную политику стимулирования спроса либо на основе изменения государственного бюджета (фискальную политику стимулирования спроса), либо на основе изменения денежной массы (монетарную политику стимулирования спроса). Из двух вариантов государственного регулирования совокупного спроса кейнсианцы большее предпочтение отдавали фискальной политике, поскольку, с их точки зрения, она более эффективно воздействует на экономику в условиях малочувствительного к ставке процента спроса на деньги и высокочувствительных к ставке процента инвестиций.

В поисках механизмов стабилизации экономического развития Кейнс выдвинул идею “социализации инвестиций”, возможной при развитии соответствующих институтов, дополняющих рынок и способных компенсировать крупные диспропорции, контролировать ожидания и формировать условия для стабильного развития¹.

Теория кейнсианцев не оказывала значительного влияния на управление экономикой, положение изменилось после прихода к власти администрации Кеннеди. В годы правления Кеннеди, а затем и Джонсона, в государственном регулировании первостепенную роль стали играть налогово-бюджетные механизмы, в особенности дефицитное финансирование экономики. Наибольшим успехом такой политики явилось налоговое сокращение 1964 года, которое на протяжении всей последней половины 1960-х гг. способствовало экономическому росту, сокращая уровень безработицы. Однако, подобная политика стабилизации потерпела крах в 1970-ые и 1980-ые годы, оказавшись не в состоянии предотвратить или ослабить потери, которые претерпела мировая экономика в эти годы в результате экономических кризисов. Кризисы показали огромную роль инфляции, а не циклических колебаний выпуска как полагалось ранее, в стабильном развитии экономики. Постепенно среди экономистов

¹ Кейнс Д.(1978) “Общая теория занятости, процента и денег”. - М., 1978.

распространилось мнение о том, что для развития экономики, и, прежде всего, экономического роста, очень важно контролировать инфляцию, а не выпуска. Эта точка зрения продолжает превалировать в современных исследованиях, посвященных стабилизации экономики.

Параллельно с изменением понимания экономической теорией того, что должно являться предметом стабилизационной политики для, менялось также и представление о том с помощью каких инструментов государство может добиться этой стабилизации.

Ранее экономическая теория полагала, что при проведении стабилизации экономики приоритетную роль должна играть играла фискальная политика, поскольку, по мнению кейнсианцев, именно она является наиболее эффективным инструментом воздействия на совокупные расходы, а, следовательно, и на выпуск.

В 70-ые годы отношение к монетарной политике начало меняться. Большинство экономистов стало считать, что монетарную политику можно использовать для стабилизации экономики, но основной ее задачей является достижение такого состояния экономики, в котором совокупный выпуск и безработица были бы близки к так называемому "естественному уровню". Сторонники такого подхода полагали, что между инфляцией и безработицей, существует отрицательная взаимосвязь, известная как кривая Филлипса (Phillips, 1958). Согласно этому представлению, монетарные власти могут удерживать желаемую низкую норму безработицы, а, следовательно, и выпуска, регулируя уровень инфляции. Однако, подобная политика потерпела крах в 1970-ые и 1980-ые года, показав не только неспособность государства выполнять свои обещания, но и оказавшись не в состоянии предотвратить или ослабить потери, которые претерпела мировая экономика в эти годы в результате экономических кризисов.

В течение последних десятилетий монетарной политика стала приоритетной в стабилизации экономики, что явилось результатом большого числа как эмпирических, так и теоретических исследований, показавших важную роль инфляции в развитии экономики, а, следовательно, и особую роль монетарной политики, как основного инструмента воздействия государства на инфляцию.

23.2. Монетарная политика стабилизации

23.2.1. Цель современной монетарной политики: снизить или стабилизировать инфляцию?

В настоящее время общепризнанным и экономической теорией, и экономической практикой является тот факт, что для развития экономики и, прежде всего, экономического роста, государство должно контролировать инфляцию, используя монетарную политику. Но вопрос состоит в том, какой контроль инфляции должно проводить государство до сих пор дискутируется экономистами. Это обусловлено тем, что в экономической среде существуют две противоположные точки зрения по поводу влияния инфляции на благосостояние и рост экономики.

Первая точка зрения считает инфляцию губительной и разрушительной силой, препятствующей поступательной динамике экономики. В качестве аргументации такой точки зрения обычно рассматриваются издержки инфляции для экономики, которые подразделяют на издержки ожидаемой и издержки неожиданной инфляции. Это связано с тем, что от издержек ожидаемой инфляции агенты могут застраховаться, индексируя свои доходы. Неожиданная инфляция не позволяет им это сделать, приводя к уменьшению покупательной способности различных видов неиндексируемых доходов. Также неожиданная инфляция приводит к искажению налоговых поступлений и трансфертов. Кроме того, инерция при пересмотре цен приводит к фактическому искажению их пропорций. Наиболее существенен негативный эффект от непредсказуемой инфляции. Непосредственно он связан не с величиной темпа роста цен, а с его вариабельностью.

Эмпирически установлено, однако, что при ускорении инфляции увеличивается также и вариабельность темпа. Высокая вариабельность затрудняет планирование инвестиций и доходов, создает дополнительные риски и препятствует снижению процента за кредит. Следует отметить, что вред наносит как неожиданное увеличение, так и неожиданное снижение инфляции. В первом случае страдают кредиторы, заложившие в процент слишком низкую инфляцию, а во втором - заемщики. При умеренных темпах инфляции резкое их снижение нежелательно. Как правило, инфляция вызывает недовольство населения. Это обусловлено тремя причинами. Во-первых, пенсии, пособия, зарплаты в государственном секторе часто индексируются со значительной задержкой. Во-вторых, цены на предметы первой необходимости иногда растут быстрее общего индекса цен, в соответствии с которым проводится индексация. В-третьих, цены и зарплаты не всегда растут синхронно, кроме того, люди склонны не замечать даже опережающий рост доходов.

Сторонники этой точки зрения считают, что государство должно сделать борьбу с инфляцией приоритетной целью стабилизационной политики. Их идеалом является нулевой уровень инфляции или дефляция.

Другая точка зрения, распространившаяся сравнительно недавно, полагает, что очень низкая инфляция приносит больше вреда, чем пользы.

Эта точка зрения подчеркивает негативном влиянии слишком низкой инфляции на экономику, которое обусловлено, как указано в работе Полтеровича², следующими обстоятельствами.

Во-первых, при инфляции за счет инфляционного налога правительство может снизить другие, еще более искажающие налоги так, чтобы минимизировать совокупный вред от искажающего налогообложения, низкая инфляция соответственно не позволяет это сделать. Во-вторых, небольшая инфляция придает ценам необходимую гибкость. При жесткой конкуренции предприниматели опасаются поднимать цены даже при наличии достаточного спроса, чтобы не потерять своих покупателей. Кроме того, даже при избытке рабочей силы они не имеют возможности понизить выплачиваемую зарплату из-за сопротивления профсоюзов. В результате цены и зарплаты могут оказаться неравновесными, не стимулирующими развитие. В условиях негибких цен снижение инфляции нередко ведет к увеличению безработицы. Инфляция устраняет жесткость цен, позволяя осуществлять необходимое изменение пропорций цен и зарплат на фоне их общего повышения.

Сторонники этой точки зрения считают, что необходимо стабилизировать инфляцию, поскольку как подчеркивается в некоторых современных исследованиях (например, (Mishkin (1996)), некоторые издержки, порожденные инфляцией, исчезают не при замедлении темпов инфляции, а при ее стабилизации. Но вопрос о том, на каком уровне необходимо стабилизировать инфляцию, остается открытым. Так, по мнению Ромера (Romer 2001³), уровень инфляции должен варьироваться от нескольких процентов до 10%, но при этом стабилизация должна учитывать также и другие цели, кроме инфляции. Кроме этого исследования последних лет показывают, что экономическая политика стабилизации существенно зависит от степени развитости рыночной экономики. Так в работе Sepehri, Moshiri (2004), исследующей влияние инфляции для стран находящихся на разных стадиях развития, было получено, что пороговый уровень инфляции составляет 11%-16% в год для стран с низким доходом, 15%-21% в год для стран с нижним средним доходом, и 4%-5% для стран с верхним средним доходом.

² Полтерович В.М. (2006) "Снижение инфляции не должно быть главной целью экономической политики правительства России". Записка в Правительство РФ, 2 апреля 2006 г. <http://www.cemi.rssi.ru/rus/publicat/e-pubs/polterov/2006-1.pdf>

³ Romer, D.(2001). Advanced Macroeconomics. McGraw-Hill International Edition.

Несмотря на указанные противоречие, многие экономисты и практики признают, что **первичной целью** монетарной политики все-таки является достижение и сохранение стабильного уровня цен, а не воздействие на выпуск. Причем стабильность цен в современной литературе чаще всего понимается примерно так, как ее определил в своем выступлении перед Конгрессом США Алан Гринспен, председатель Комитета по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы: «[С]табильность цен существует, когда экономические субъекты при принятии экономических решений более не учитывают ожидаемые изменения общего уровня цен»⁴

23.2.2. Трансмиссионный механизм монетарной политики стабилизации

Понимание цели и инструмента воздействия не может обеспечить того, что поставленная цель будет реализована. Для успешного достижения поставленных целей необходимо знание механизма, с помощью которого государство, проводя монетарную политику, воздействует на экономику, то есть трансмиссионного механизма монетарной политики.

Определение понятия «трансмиссионный механизм монетарной политики»

Понятие трансмиссионного механизма впервые было введено Дж. М. Кейнс, который понимал под ним взаимосвязанную систему переменных, через которую предложение денег влияет на экономическую активность. В рамках классического анализа такого понятия не было, так как в нем воздействие монетарной политики на экономику изучалось путем проверки тесноты взаимосвязи изменений, происходящих в денежном предложении и валового выпуска (или совокупных расходов), при предположении о том, что экономика является «черным ящиком», внутри которого происходят неизвестные процессы. По мнению Кейнса, в результате изменения реального денежного предложения происходит изменение рыночной ставки процента по кредитам, что ведет к изменению объема инвестиций в экономике. Данная взаимосвязь предполагается отрицательной: при прочих равных условиях уменьшение рыночной процентной ставки (стоимости долгосрочного кредита), ведет к увеличению объема инвестиций в основной капитал, и наоборот могут осуществить предприятия. Увеличение инвестиций ведет к увеличению совокупных расходов, а следовательно и к увеличению совокупных доходов экономики.

Более поздние исследования показали, что предложенный Кейнсом механизм работает не только через инвестиционные решения фирм, но также через решения потребителей относительно потребления и сбережений. Рассмотрение цен на другие активы при анализе трансмиссионного механизма монетарной политики впервые было предложено М. Фридманом. Большой вклад в развитие этого подхода также вложили Ф. Модильяни, У. Баумоля, Дж. Тобина и других исследователей.

В современном понимании **трансмиссионный механизм в широком смысле** – это совокупность каналов, по которым монетарные импульсы, генерируемые центральным банком, воздействуют на основные макроэкономические переменные (ВВП, занятость, инфляцию), характеризующие основополагающие цели экономической политики государства.

Каналы трансмиссионного механизма монетарной политики

В экономической литературе нет единой понимания о том, как монетарная политика воздействует на реальный сектор экономики. Но некоторые исследователи считают, что можно выделить несколько элементов, которые включают все теории, пытающиеся объяснить, как денежно-кредитные импульсы затрагивают экономику. Так, например Peter Van an, Albert

⁴ Гринспен, выступление перед Конгрессом США, 1996 год.

Locarno, Julian Morgan, Jean-Pierre Villetelle ⁵ считают, что все теории воздействия монетарной политики на экономику основываются на следующих положениях:

- Центральный банк может управлять так называемыми «внешними деньгами». Через операции на открытом рынке денежно-кредитная власть затрагивает ликвидность банковской системы, норму резервирования, и таким образом изменяет цены на внутренние и внешние активы.
- в экономике в краткосрочном периоде существуют номинальные жесткости - или на рынке труда, или на рынке товаров, или в финансовом секторе. Объяснение существования номинальной жесткости в экономике обычно основывается либо на предположении о липкости цен, либо о липкости заработной платы, либо на теории ограниченной ликвидности.

В то же время хотя все теории полагают, что Центральный банк может управлять денежным рынком через ставку процента, они существенно расходятся в понимании того, как и через какие каналы это происходит. Наиболее часто в качестве каналов трансмиссионного механизма монетарной политики выделяют следующие каналы ⁶:

- **Канал валютного курса (exchange rate channel)** является ключевым элементом моделей денежно-кредитной политики в открытой экономике. Канал действует через непокрытый паритет процентных ставок. Поднимая внутреннюю процентную ставку по отношению к иностранной, центральный банк провоцирует рост форвардного валютного курса. Укрепление местной валюты неизбежно приводит к сокращению чистого экспорта и совокупного спроса. В некоторых странах, где национальное хозяйство не очень зависит от мировой экономики, и его модель близка к закрытой экономике, канал валютного курса зачастую не принимается во внимание.
- **Канал замещения (substitution-effect-in-consumption channel)** Рост процентной ставки снижает стимулы экономических агентов расходовать свои средства в текущий период времени. Расходы переносятся во времени на более поздний период. Как следствие, сокращается внутреннее кредитование, номинальные денежные остатки и реальный совокупный спрос. Канал будет работать, если в экономике широко распространены потребительские кредиты, кредитные карты и прочие розничные финансовые услуги, предназначенные для потребителей товаров и услуг.
- **Канал дохода и потока наличных поступлений (income and cash-flow channel)**. Во втором случае (канал дохода и потока наличных поступлений) изменение процентной ставки оказывает влияние на доходы экономических агентов. Рост ставки перераспределяет доходы от заемщиков, таких как правительство или молодое поколение, к сберегателям, например, пенсионным фондам. Это увеличивает покупательную способность накопителей, но сокращает ее у заемщиков. В связи с тем, что накопители менее склонны тратить сбережения, чем заемщики, то совокупные расходы снижаются.
- **Канал издержек привлечения капитала (cost-of-capital channel)**. В этом канале основное место занимает банковское кредитование. Идея канала банковского кредитования впервые была выдвинута Робертом Руза в 1951 г., а затем подробно проанализирована Бенжаминном Бернэнком и Аланом Блайндером в 1988 г. Её суть заключается в том, что центральный банк, уменьшая объем резервов, находящихся в распоряжении коммерческих банков, тем самым вынуждает их сократить предложение кредитов. Фирмам и домохозяйствам, в значительной

⁵ Peter Van an, Albert Locarno, Julian Morgan, Jean-Pierre Villetelle (2001) "Monetary Policy Transmission in Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models tell us?". ECB, Working paper 94, December 2001, p 65-87

⁶ Рассмотренная классификация и характеристика основных трансмиссионных каналов соответствует в работе Peter Van an, Albert Locarno, Julian Morgan, Jean-Pierre Villetelle (2001).

степени зависящим от банковских кредитов и не имеющих им альтернатив, ничего не остается, как урезать свои расходы.

- **Канал издержек привлечения капитала** (cost-of-capital channel). Впервые описывается в гипотезе жизненного цикла, разработанной Франко Модильяни и Альбертом Эндо. Благополучие домохозяйств (сбережения) в этой гипотезе выступает главной детерминантой потребительских расходов. В связи с тем, что изменение процентной ставки оказывает влияние на ценность долгосрочных финансовых активов, в которых размещаются сбережения (акции, облигации, недвижимость, драгметаллы), её рост ведет к снижению благосостояния и падению потребления.

23.2.3. Стратегии монетарной политики

Результаты стабилизационной политики обусловлены также выбором правильной стратегии и способа ее воздействия на экономику.

Теоретически существует два основных *способа воздействия* политики на экономику: прямой и косвенный путь, через цепочку передаточных механизмов.

Долгое время считалось, что монетарная политика может воздействовать на экономику только косвенным образом. Даже классики монетаризма негативно относились к установлению уровня цен в качестве непосредственной цели монетарной политики. В частности, М.Фридмен писал: “Ценовые ориентиры приносят вред, и тем больший, чем более честно в них верить.”⁷ Это связано с тем, что монетаристская трактовка инфляции как исключительно денежного феномена, предполагает не только наличие устойчивой зависимости между уровнем инфляции и изменениями денежных агрегатов, но и существование временных лагов между денежными сдвигами и уровнем цен. Конкретный эффект от монетарного воздействия в этих условиях является слабо предсказуемым, что делает нецелесообразным установление непосредственного контроля за ценами.

Косвенное воздействие монетарной политики хорошо иллюстрируется широко известной схемой (Таблица 1), предложенной Ф.Мишкиным⁸, отражающей взаимосвязь инструментов, ориентиров и целей монетарной политики.

Таблица 1. Воздействие монетарной политики

<i>TOOLS --></i>	<i>OPERATING TARGETS--></i>	<i>INTERMEDIATE TARGETS --></i>	<i>GOALS</i>
Объекты, управляемые непосредственно ЦБ	Объекты, на которые ЦБ прямо воздействует	Объекты, на которые ЦБ косвенно воздействует	Объекты, которые являются целью политики ЦБ

⁷ М.Фридмен “Ценовые ориентиры”/ сб. “Ели бы деньги заговорили...”. - М, Дело, 1999г.

⁸ Мишкин Ф. “Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков”. – М.: Аспект Пресс, 1999.

Операции на открытом рынке Ставка рефинансирования Норма резервирования	Резервы, Денежная база, Официальные резервы, Внутренние активы	M1, краткосрочная ставка процента, M2, долгосрочная ставка процента M3, Обменный курс	Экономический рост, инфляция, безработица
---	--	---	---

Особую роль при косвенном воздействии монетарной политики играют **номинальные якоря** (в качестве которых обычно раньше выступали промежуточные цели), являющиеся промежуточными ориентирами (**таргетом**) действенности проводимой монетарной политики. Важная роль номинальных якорей обусловлена прежде всего тем, что результат воздействия монетарной политики трудно отслеживается в процессе воздействия.

В последние десятилетия некоторые страны стали проводить монетарную стабилизацию, устанавливая уровень цен в качестве непосредственной цели монетарной политики, так называемую **политику инфляционного таргетирования**. Но, по мнению некоторых ученых, см. например Свенсон (Svensson, 1997⁹), данная политика также может быть отнесена к косвенно воздействующим на экономику, поскольку она использует в качестве промежуточной цели инфляционные ожидания.

Современные исследования обычно, классифицируя режимы монетарной политики *по методам проведения*, выделяют три основные стратегии монетарной политики:

- монетарную политику, использующую таргетирование денежной массы (монетарное таргетирование)
- монетарную политику, использующую таргетирование валютного курса (валютное таргетирование)
- монетарную политику, использующую таргетирование инфляции (инфляционное таргетирование)

Монетарное таргетирование

Механизм воздействия монетарной политики, построенный на основе таргетирования денежной массы, основывается на предположении о том, что контроль роста денежной массы обеспечивает контроль над инфляцией.

Идея контроля инфляции через контроль денежного агрегата определяется так называемым «количественным уравнением» или «уравнением обмена» Ирвинга Фишера. Это уравнение говорит о том, что для того чтобы весь произведенный товар экономики был выкуплен, то есть рынок был очищен, необходимо, чтобы количество денег, функционирующих в экономике, было равно стоимости всего номинального дохода, созданного в экономике. То есть, сумма денег в обращении, умноженная на скорость денежного обращения — на среднее время, за которое расходуется денежная единица в определенный период — должна равняться номинальному доходу экономики. Поскольку, согласно классической теории, деньги обладают свойством нейтральности, то есть изменения номинальной денежной массы не влияют на изменения реального объема производства в долгосрочной перспективе, то, при условии, что скорость денежного обращения является постоянной, согласно этому уравнению они могут воздействовать на инфляцию.

Монетарное таргетирование предусматривает ежегодное объявление целевого ориентира, который может задаваться различными способами: либо как процентное изменение денежной

⁹ Svensson, Lars E.O., 1998, "Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting," public lecture held at Victoria University of Wellington, November 1997, *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 15, No. 1 (Wellington, New Zealand: Victoria University).

массы (агрегаты M1, M2), либо как общий уровень денежной массы, либо определением верхних и нижних пределов динамики денежной массы, либо через уровень процентных ставок, либо через общий объем кредитования. Валютный режим предполагает при этом либо свободное, либо «управляемое» плавание.

Исследования опыта монетарного таргетирования показали, что оно имеет сильные и слабые стороны (Batini and Nelson (2005)¹⁰). Так, по мнению экспертов МВФ (см. раздел IV выпуска «Перспектив развития мировой экономики» от сентября 2005 года), монетарное таргетирование имеет ряд существенных преимуществ.

- Во-первых, данные о денежной массе обычно поступают раньше, чем другие данные (это позволяет на раннем этапе получать информацию о краткосрочных перспективах инфляции),
- Во-вторых, номинальная денежная масса возможно, по их мнению, в большей степени поддается прямому контролю, чем сама инфляция.
- В-третьих, жесткий контроль над денежной массой чаще всего несовместим с монетизацией долга, что оказывает определенное дисциплинирующее воздействие на налогово-бюджетную политику.
- В-четвертых, денежно-кредитные целевые показатели, по их мнению, не требуют существенной аналитической работы; для них необходимы лишь годовые допущения трендового реального роста, трендовой скорости денежного обращения и мультипликатора денежной базы.

В то же время в своем исследовании эксперты МВФ (см. раздел IV выпуска «Перспектив развития мировой экономики» от сентября 2005 года) отмечают также, что «целевым показателям денежной массы присущи как концептуальные, так и практические недостатки».

- Во-первых, по их мнению, при использовании монетарном таргетировании трудно контролировать инфляционные ожидания, поскольку при этой политике вводится «второй числовой целевой показатель в дополнение к конечному целевому показателю политики, что делает менее ясной задачу центрального банка и усложняет наблюдение за результатами его деятельности». Это усложняет применения данной стратегии в странах традиционно высокой инфляцией и низким доверием населения к действиям правительства.
- Во-вторых, монетарное таргетирование основано на предположениях о том, что Центральный банк может полностью контролировать номинальную денежную массу, и что в экономике долгосрочная связь между ростом денежной массы и ростом номинальных доходов. Это неявным образом предполагает определенность как денежного мультипликатора, так и скорости денежного, что на практике не всегда соблюдается и делает применение денежных целевых ориентиров нецелесообразным.

Одним из самых ярых приверженцев данного режима принято считать Бундесбанк. С начала 1974 года и до 1998 года в Германии четко прослеживались черты данного режима: целевой рост денежного агрегата определялся в четком соответствии с правилом Фридмана. Однако темпы роста денежной массы в Германии, как правило, были выше или ниже целевых значений. Систематические отклонения роста денежной массы от целевых значений ставит под сомнение жесткую приверженность Бундесбанка правилу монетарного таргетирования и свидетельствует об известной доле свободы, которой он пользовался в реализации монетарной политики.

Валютное таргетирование

¹⁰ Batini, Nicoletta, and Edward Nelson, 2005, “The U.K.’s Rocky Road to Stability,” Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper No. 2005–020A (St. Louis, Missouri: Federal Reserve Bank of St. Louis).

Механизм воздействия монетарной политике на основе таргетирования валютного курса предполагает, что снижение отечественной инфляции будет происходить через снижение относительных цен на отечественные товары по отношению к ценам на импортные товары, которые непосредственно связаны с обменным курсом.

При проведении политики валютного таргетирования применяется два основных вида целевых показателей обменного курса: жестко «привязанные» курсы (валютное управление, валютные союзы и односторонняя долларизация) и «привязанные» обменные курсы с возможностью корректировки (двусторонние привязки, привязки к корзине валют, постоянные или скользящие привязки; привязки точечные или к целевому диапазону). В той или иной степени оба типа целевых показателей обменного курса предусматривают «принятие» денежно-кредитной политики другой страны, чтобы укрепить доверие за счет иностранного источника, когда такой источник отсутствует внутри страны.

При использовании целевых показателей обменного курса единственная задача центрального банка состоит в поддержании стоимости национальной валюты относительно валюты другой страны или группы стран. Это подразумевает, что при отсутствии эффективных мер контроля за операциями с капиталом, Центральный банк проводит операции по стерилизации денежной массы. Это предполагает, что рост внутренней денежной массы будет происходить только в результате роста денежной массы в стране-ориентире, вследствие чего внутренняя инфляция постепенно придет в соответствие с темпами инфляции в такой стране-ориентире. Предполагается также, что целевые показатели обменного курса должны снизить изменчивость курсов.

Преимущества режимов привязки валютных курсов состоит в том, что,

во-первых, они позволяют контролировать цены на товары международной торговли, производимые отечественными производителями (на экспортные товары), сокращая (или уничтожая) инерционную компоненту инфляции,

во-вторых, они сокращают или ограничивают валютный риск, что приводит к расширению финансового рынка, к увеличению инвестиций и экономическому росту,

в-третьих, в условиях жесткой привязки устанавливает автоматический механизм приспособления денежного предложения, что приводит к снижению проблемы временной неустойчивости монетарной политики,

в-четвертых, известная заранее валютная политика является более легкой для понимания публикой, что увеличивает доверие, а, следовательно, способствует монетарной стабилизации и финансовой дисциплине.

Вместе с тем, указывается в отчете МВФ, валютное таргетирование имеет *три основных недостатка*.

Во-первых, монетарная политика перестает быть инструментом стабилизации поскольку эти режимы подразумевают делегирование полномочий центральным банком другой стране, что ведет к значительной, а то и полной потере самостоятельности в денежно-кредитной политике, при которой инструменты денежно-кредитной политики не могут использоваться во внутренних целях.

Во-вторых, целевые показатели обменного курса могут приводить к спекулятивным атакам на центральный банк и в крайних ситуациях вызывать изменение паритета, даже если основные экономические показатели этого не требуют. Кроме того, поскольку такие показатели создают чувство защищенности от валютного риска, они могут поощрять практику нехеджируемого несоответствия валют активов и пассивов; это подразумевает, что за успешными спекулятивными атаками часто следуют финансовые и банковские кризисы и долговой дефолт (Flood and Marion, 1999; Sachs, Tornell, and Velasco, 1996).

В-третьих, достижение обоснованного уровня реального обменного курса ставится в полную зависимость от уровня внутренних цен, и это сопряжено с особенно значительными издержками для производства, если цены отличаются инерционностью, поскольку в этом случае в первую очередь должен меняться уровень производства.

В последние десятилетия фиксированные обменные курсы с возможностью корректировки были очень популярны и среди политиков, и среди экономистов. В конце 90-х отношение к смешанным режимам резко изменилось: валютные кризисы конца 90-х продемонстрировали их несостоятельность. Исследования показали, что смешанные режимы увеличивают проблемы. Так режим ползущей привязки, особенно популярный в последние десятилетия, расширяет многие проблемы, заложенные в режиме фиксированного обменного курса, что особенно опасно для стран с открытой экономикой, зависящих от международных потоков капитала. То, что такие режимы допускают корректировку, повышает риск спекулятивных атак, поскольку, как утверждают многие, это свидетельствует о меньшей приверженности полисменеров к курсовой политике по сравнению с фиксированными курсами/

В 90-е годы произошло значительное увеличение противников фиксированного или привязанного валютного курса. «Мираж фиксированного валютного курса» (Обстфельд, Рогов 1995) Валютный кризис 1994 г. в Мексике и его последствия явились веским аргументом против применения привязанного валютного курса. Следующее значительное пополнение рядов противников применения политики жесткой привязки произошло после кризиса в Аргентине 2001 года, поскольку Аргентина до этого времени представляла собой пример успешной стабилизации в условиях жесткой привязки.

В целом эксперты МВФ указывают, что за последний период страны с жесткой привязкой курса имеют хорошие показатели инфляции, хотя и не настолько хорошие, как у стран, перешедших на таргетирование инфляции. Кроме того, как показал недавний опыт в Аргентине, неудачи в политике в случае таргетирования валютного курса ведут к очень серьезным издержкам.

Инфляционное таргетирование

Режим инфляционного таргетирования появился как следствие неудовлетворительного опыта проведения денежной политики посредством таргетирования денежных агрегатов либо таргетирования обменного курса в конце 80-ых годов. Режим получил бурное развитие в последующее десятилетие сначала в развитых странах, затем получил распространение в развивающихся странах. Пионерами применения режима инфляционного таргетирования являются Новая Зеландия (1990), Канада (1991), Великобритания (1992), Финляндия (1993), Швеция (1993), Австралия (1993) и Испания (1994). Сравнительно недавно перешли к режиму таргетирования инфляции Турция, Швейцария, ЮАР, Чили, Бразилия, Израиль, Чехия, Польша и др.

Согласно отчету МВФ на конец 2005 г. 21 страну можно отнести к странам, перешедшим к режиму инфляционного таргетирования (таблица 2).

Таблица 2. Страны, применяющие таргетирование инфляции

	Дата введения таргетирования инфляции ¹¹	Единственный числовой целевой показатель инфляции	Текущий целевой показатель инфляции (в процентах)	Процесс прогнозирования	Публикация прогноза
Страны с формирующимся рынком	Израиль.	Да	-3	Да	Да
	Чешская Республика.	Да	3 (+/-1)	Да	Да
	Корея	Да	2,5-3,5	Да	Да
	Польша	Да	2,5 (+/-1)	Да	Да
	Бразилия г.	Да	4,5 (+/-2,5)	Да	Да
	Чили	Да	2-4	Да	Да
	Колумбия	Да	5 (+/-0,5)	Да	Да

¹¹ Эта дата показывает, когда страны фактически ввели таргетирование инфляции согласно определению в начале настоящего раздела. Официальные даты введения могут быть иными

Южная Африка	I кв. 2000 г.	Да	3–6	Да	Да
Таиланд	II кв. 2000 г.	Да	0–3,5	Да	Да
Мексика	I кв. 2001 г.	Да	3 (+/-1)	Да	Нет
Венгрия	III кв. 2001 г.	Да	3,5 (+/-1)	Да	Да
Перу.	I кв. 2002 г.	Да	2,5 (+/-1)	Да	Да
Филиппины	I кв. 2002 г.	Да	5–6	Да	Да
Промышленно развитые страны					
Новая Зеландия	I кв. 1990 г.	Да	1–3	Да	Да
Канада	I кв. 1991 г.	Да	1–3	Да	Да
Соединенное Королевство	IV кв. 1992 г.	Да	2	Да	Да
Австралия	I кв. 1993 г.	Да	2–3	Да	Да
Швеция	I кв. 1993 г.	Да	2 (+/-1)	Да	Да
Швейцария	I кв. 2000 г.	Да	<2	Да	Да
Исландия	I кв. 2001 г.	Да	2,5	Да	Да
Норвегия	I кв. 2001 г.	Да	2,5	Да	Да

Источник: национальные официальные органы.

На данный момент общепризнанным образцом использования инфляционного таргетирования, является Великобритания, которая ввела его в 1992 году. За все время действия режима уровень инфляции никогда не выходил за допустимые пределы (целевой уровень ± 1 п.п.).

В настоящее время нет четкого определения таргетирования инфляции, хотя в литературе этот вопрос активно обсуждается¹². Определяя инфляционное таргетирование, экономисты подчеркивают (см. например Мишкин 2000), что инфляционное таргетирование не сводится к простому установлению количественных параметров инфляции на год вперед. Чтобы режим мог трактоваться как инфляционное таргетирование он должен обладать определенным набором характеристик:

- задание четкого инфляционного ориентира: количественно заданного уровня инфляции в виде одного значения либо диапазона,
- стабилизация цен заявляется как главная цель монетарной политики,
- отсутствует доминирование фискальной политики;
- отсутствуют иные первичные цели монетарной политики;
- население регулярно информируется о планах, объектах и решениях, принимаемых Центральным банком;
- Центральный банк постоянная отчетность о его действиях, направленных на достижение цели,
- Центрального банка обладает инструментальной независимостью

В отличие от альтернативных стратегий, в частности от таргетирования денежной массы или обменного курса, которые призваны достичь низких и стабильных темпов инфляции путем ориентации на промежуточные переменные — например, темпы роста денежных агрегатов или уровень курса валюты — таргетирование инфляции предусматривает следование непосредственно целевым показателям инфляции. Впрочем, среди исследователей монетарной политики существует и противоположное понимание механизма инфляционного таргетирования.

¹² Loayza N., Soto R. “Inflation targeting: an overview” // World Bank, Central Bank of Chile and Pontificia Universidad Catolica de Chile, 2003; Bernanke B., Mishkin F. “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?” // Journal of Economic Perspective, vol. 11, № 2, 1997; Svensson L. “Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets” // European Economic Review, # 41, 1997, pp. 1111-1146; Carare A., Stone M. “Inflation targeting regimes” // International Monetary Fund, Working Paper, № 03/09, 2003, pp. 3-4 F.Mishkin “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, NBER WP 7618, March, 2000

Так, например Свенсон (Svensson, 1997¹³) полагает, что прогноз инфляции на некоторый временной горизонт является фактическим промежуточным целевым показателем политики при проведении инфляционного таргетирования, поэтому он считает, что правильнее было бы такую политику называть режимом таргетирования прогноза инфляции, а не режимом таргетирования инфляции.

Порядок действий денежных властей при данном подходе выглядит следующим образом¹⁴. На основе всей имеющейся информации центральный банк, при предположении о неизменности базовых показателей, создает некоторую модель, на основе которой строит прогноз предполагаемых темпов инфляции. Модельные результаты сравниваются с политически поставленной целью, и по результатам сравнения принимается решение о применении инструментов, для того, чтобы привести в соответствие смоделированное значение инфляции с объявленной конечной целью денежной политики.

Режим таргетирования инфляции имеет ряд *преимуществ* относительно других режимов монетарной политики. Так, например, эксперты МВФ, выделяет следующие в качестве основных преимуществ таргетирования инфляции.

- Во-первых, таргетирование инфляции способствует более быстрому и прочному укреплению доверия и ограничению инфляционных ожиданий, поскольку оно ясно показывает, что низкий уровень инфляции является главной целью политики, обеспечивает большую прозрачность деятельности Центрального банка.
- Во-вторых, так как целевые показатели инфляции по своей сути лучше поддаются наблюдению и пониманию, чем другие целевые показатели, кроме того, они, могут контролироваться посредством монетарной политики, то политика инфляционного таргетирования более оперативно и на более долговременной основе может ограничивать инфляционные ожидания по сравнению с другими методами, в которых задача Центрального банка выражена менее ясно или в меньшей степени поддается наблюдению.
- В-третьих, таргетирование инфляции обеспечивает более гибкую политику Центрального банка, поскольку оно подразумевает, что Центральные банки, применяющие таргетирование инфляции, следуя целевому показателю инфляции на определенном временном горизонте, стараются удерживать инфляционные ожидания на уровне целевого показателя. Краткосрочные отклонения инфляции от целевого показателя допустимы и необязательно приводят к снижению доверия. Возможности для более гибких действий могут снизить изменчивость разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства
- В-пятых, таргетирование инфляции позволяет уменьшить экономические издержки в случае неудач монетарной политики. Например, при привязке обменного курса, издержки неудач в политике (как показал опыт Аргентины 2001г.) могут быть весьма велики; они обычно сопровождаются огромными потерями резервов, высоким уровнем инфляции, финансовыми и банковскими кризисами и, возможно, дефолтом по долговым обязательствам. В то время, как издержки в случае недостижения целевого показателя инфляции ограничиваются временным превышением целевых темпов инфляции и временным замедлением экономического роста, поскольку процентные ставки повышаются, с тем чтобы вернуть инфляцию к целевому уровню.

¹³ Svensson, Lars E.O., 1998, "Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting," public lecture held at Victoria University of Wellington, November 1997, *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 15, No. 1 (Wellington, New Zealand: Victoria University).

¹⁴ C.Berg.,2000. "Inflation Forecast Targeting: the Swedish Experience"/" Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies", edited by Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo Leone, and Sergio Werlang, IMF.

Вместе с тем таргетирование инфляции, по их мнению, имеет существенные *недостатки*:

- Во-первых, таргетирование инфляции может привести к сдерживанию экономического роста, так как успех таргетирования инфляции в большой степени зависит от того, насколько хорошо центральный банк сможет завоевать доверие населения. Это может потребовать от него жесткого противостояния инфляции на начальном этапе, что приведет к временному сокращению производства.
- Во-вторых, таргетирование инфляции ограничивает свободу действий Центрального банка, так как он заранее принимает на себя обязательство следовать определенному количественному показателю инфляции и устанавливается определенный срок, в течение которого инфляцию надлежит вернуть к целевому уровню.
- В - третьих, таргетирование инфляции не обязательно приводит к увеличению доверия населения к политике. Оно может не привести к укреплению доверия в странах, где уровень доверия недостаточен, так как проведение инфляционного таргетирования оставляет слишком большую свободу выбора в отношении того, как и когда следует возвращать инфляцию к целевому уровню, кроме того, и сами целевые показатели также могут быть изменены.
- В-четвертых, таргетировании инфляции подразумевает что Центральный банк, проводит политики невмешательства в отношении обменного курса, что может на изменчивости курса и экономическом росте.
- В-пятых, таргетирование инфляции имеет успех в странах, обладающих определенными предпосылками, что ограничивает круг стран, в которых этот режим может быть применен.

Итоги исследований альтернативных режимов

В настоящее время итоги проведенных исследований режимов денежно-кредитной политики и их эволюции в разных странах показали, что выбор конкретной цели должен осуществляться с учетом особенностей экономики и стадии ее развития.

Политика таргетирования обменных курсов должна применяться преимущественно развивающимися и переходными странами, в то время как денежное таргетирование и таргетирование инфляции используется в основном развитыми странами и не всегда может быть успешно применено для переходных экономик.

Обоснованием для такого выбора могут служить сложившиеся макроэкономические пропорции, выявляемые на основе анализа трансмиссионных процессов. В начале переходного периода, когда наблюдается быстрая долларизация экономики при доминировании импорта в объемах потребления, политика таргетирования обменного курса может быть наилучшим выбором для страны. Исследователи Международного валютного фонда показали, что такая политика может сыграть существенную роль в сокращении инфляции, поскольку инфляционные эффекты девальвации внутренней валюты имеют первостепенное значение. В дополнение к этому, режим фиксированного курса, как утверждает Обстфельд, оказывает дисциплинирующее влияние на экономику - если денежная и фискальная политики не будут направлены на снижение инфляции, то будет расти реальный курс национальной валюты, а значит, сократится спрос на товары.

23.3. Опыт применения монетарной стабилизации в развивающихся странах

Специфика стабилизационной политики, применяемой в развивающихся странах, определяются рядом факторов, среди которых, прежде всего, следует выделить особые экономические и институциональные условия развития данных экономик. Так, например, Кругман и Обстфельд¹⁵ выделяют следующий набор черт, наиболее характерных для экономической структуры развивающихся стран:

¹⁵ Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика: теория и политика. М.: Юпитер, 2003

- Незрелость финансовых рынков
- Прямое государственное вмешательство в экономику
- Взаимосвязь инфляции и государственного бюджета
- Определение валютного курса в большей степени государством, а не рынком

Начиная с 70 -х гг. в развивающихся странах и странах с переходной экономикой было предпринято множество попыток стабилизировать инфляцию. Некоторые программы были успешными (Чили 1978, Мексика 1987), некоторые приводили к провалу – резкому скачку инфляции (Аргентина 1986, Бразилия 1987). Классический пример успешной стабилизации в 90-ые годы – Аргентина. Но 2001 г. - крах стабилизации в Аргентине.

По способу проведения программы стабилизации в развивающихся странах делятся на

- популистские программы стабилизации,
- ортодоксальные программы стабилизации,
- гетеродоксальные программы стабилизации.

23.3.1. Популистских программ стабилизации

Отличительной чертой этих программ являлось то, что в результате их реализации предполагалось решение целого ряда проблем, решение которых одновременно было порой невозможно. В частности, как результат их применения ставилась задача одновременного достижения двух не очень совместимых целей: быстрого экономического роста и низкой инфляции.

Идеология данных программ основывалась на том, что экономики, в которых проводится стабилизация, имеют неиспользуемый производственный потенциал, образовавшийся из-за существования монополий в производственном секторе и дефицита агрегированного спроса, явившийся следствием ранее проводимой сдерживающей политики спроса и сложившегося неравенства доходов. Чтобы ликвидировать возникший дисбаланс в экономике, по мнению идеологов данного подхода, достаточно обеспечить недостающий экономике спрос. Для этого данные программы предлагают, во-первых, для стимулирования спроса проводить стимулирующую фискальную политику и увеличивать зарплату, во-вторых, не допускать роста цен несмотря на рост издержек труда, используя административный контроль, это можно будет сделать, поскольку, по их мнению, потери в прибыли будут покрыты за счет увеличения производства.

Так как эти программы подразумевали одновременное применение противоречащих друг другу политик: стимулирующую спрос политику и политику сдерживания роста цен и заработной платы через административный контроль, то они изначально были обречены на провал, что и произошло в действительности (Dornbush, Edwards (1990)¹⁶). Примерами данной стабилизационной политики являются следующие эпизоды; Чили (1970-1972), Перу (1986-1990).

23.3.2. Ортодоксные программы стабилизации

Ортодоксальные программы стабилизации – это программы стабилизации, осуществляемые либо за счет фискальной, либо за счет монетарной политики.

Применительно к стабилизации инфляции традиционно к ортодоксальным программам относят монетарные программы, использующие тот или иной номинальный якорь, для стабилизации экономики. Обычно выделяют два вида ортодоксальной монетарной политики:

¹⁶ R.Dornbush , S.Edwards (1990) "Macroeconomic Populism." *Journal of Development Economics* Vol. 32, 2, April 1990, 247-278.

- стабилизационные программы, использующие в качестве номинального якоря денежную массу (MBS) ,
- стабилизационные программы, использующие в качестве номинального якоря обменный курс (ERBS).

Стабилизационные программы, использующие в качестве номинального якоря денежную массу (MBS)

При проведении стабилизационной программы, использующей в качестве номинального якоря денежную массу (MBS), в качестве целевых ориентиров использовались либо процентное изменение денежной массы (агрегаты M1, M2), либо ее общий уровень, либо устанавливался верхний и нижний предел динамики денежной массы, либо задавался уровень процентных ставок, либо общий объем кредитования. Механизм действия подобной стабилизационной программы заключался в том, что действовал на основе замедления темпов роста инфляции, которое должно было привести к уменьшению инфляции.

Ярким примером применения стабилизационной программы, использующей в качестве номинального якоря денежную массу, является Германия. Некоторые экономисты, например Bruno (1993), Dornbusch and Werner (1994), Edwards (1995)a, Fischer (1986), and Sachs 1996, Calvo и Vegh, (1994, 1999), считают, что развивающиеся страны, в частности, латиноамериканские, применяли монетарное таргетирование: Чили (1975-1977), Аргентина (1989-1991), Бразилия (1990-1991) и другие.

Анализ стабилизационных программ, использующих в качестве номинального якоря в развивающихся странах денежную массу (MBS), показал, что все они обладают следующими одинаковыми характеристиками, так называемыми «стилизированными фактами» (stylized facts):

- Медленная сходимости инфляции к темпу роста денежного предложения.
- Реальное увеличение стоимости национальной валюты.
- Не совсем чистое сокращение торгового баланса и счета текущих операций.
- Краткосрочное увеличение внешних счетов.
- Первоначальное сокращение экономической активности. Резкое, хотя и краткосрочное, сокращение реального ВВП, потребления и инвестиций следует за применением MPS программ.
- Первоначальный рост внутренней ставки процента.

Проведение политики монетарного таргетирования предполагает наличие устойчивой взаимосвязи между денежной массой и инфляцией, предсказуемого значения денежного мультипликатора, постоянной скорости обращения. На практике эти условия не всегда соблюдаются, что ведет к невыполнению принятых целевых показателей и ставит под сомнение применение денежной массы как целевого ориентира. В литературе отмечается, что даже Германия, являющейся традиционным примером страны, проводящей монетарное таргетирование, столкнулась с такими проблемами. Эти проблемы привели к отказу от этой стратегии в промышленно развитых странах (Bernanke и Mishkin, 1992), они же делают нежелательной данную стратегию монетарной политики для развивающихся стран (Mishkin (2000)).

Стабилизационные программы, использующие в качестве номинального якоря обменный курс (ERBS)

При проведении стабилизационных программ, использующих в качестве номинального якоря обменный курс (ERBS) в качестве целевого ориентира используется привязанный валютный курс (в его различных вариантах).

Стабилизация достигается через снижение относительных цен на отечественные товары по отношению к ценам на импортные товары, которые непосредственно связаны с обменным курсом.

За последние двадцать лет появилось множество работ, посвященных программам стабилизации на основе валютного курса, в которых был проведен достаточно разносторонний анализ данной стратегии монетарной политики, хотя выводы, полученные в различных работах порой не являлись однозначными.

Так например, в одних эмпирических работах на основе анализа эпизодов применения данной стратегии в развивающихся странах (Corbo (1985), Hanson and de Melo (1985), Kiguel and Liviatan (1992), Calvo and Vegh (1994a), Reinhart and Vegh (1994), and Rebelo and Vegh (1995)) были выведены общие характерные черты программ стабилизации на основе валютного курса в развивающихся странах, так называемые «стилизированные факторы» (stylized facts):

- Медленная сходимость уровня инфляции (измеренного через индекс потребительских цен) к уровню девальвации.
- Первоначальное возрастание деловой активности (реальной активности)- особенно рост реального ВВП и частного потребления - сменяющееся дальнейшим сжатием.
- Реальное увеличение стоимости национальной валюты (рост относительной цены неэкспортируемых отечественных товаров).
- Ухудшение торгового баланса и счета текущих операций.
- Неоднозначное поведение внутренней реальной ставки процента.

В литературе широко обсуждается вопрос о применимости программ валютного таргетирования. Традиционно программы, применяющие валютное таргетирования, классифицируют по тому, какой режим привязки используется при установлении валютного курса. При этом выделяют два основных вида привязки: жесткая привязка (валютное управление, валютные союзы и односторонняя долларизация) и фиксированный курс с возможностью корректировки («привязки», включая двусторонние привязки или привязки к корзине валют, а также постоянные или скользящие привязки; привязки могут быть точечными или к целевому диапазону).

Фиксированные обменные курсы с возможностью корректировки ранее были достаточно распространены в развивающихся странах, поскольку считалось, что они обеспечивают с одной стороны преимущество в плане укрепления доверия, что присуще фиксированному курсу, а, с другой стороны, не ведут к потере гибкости, как при использовании более жестких механизмов. К настоящему времени среди экономистов сложилось общее мнение о том, что корректируемая привязка опасна для стран с открытой экономикой, зависящей от международных потоков капитала (Mishkin (2000), Fisher (2001)). При наличии возможности корректировки повышается риск спекулятивных атак, поскольку, как утверждают многие, корректировка свидетельствует о меньшей приверженности курсовой политике по сравнению с фиксированными курсами.

Как отмечают эксперты МВФ, с 1991 года около половины стран, длительное время (пять лет или более) придерживающихся политики фиксированных курсов с возможностью корректировки, были вынуждены отказаться от них после валютного кризиса. Из оставшихся стран с корректируемыми привязками около половины составляют небольшие страны, зависящие от туризма, и княжества, характеризующиеся высокой степенью экономической зависимости — все они имеют население менее двух миллионов человек. Большинство стран, которые ранее имели фиксированные курсы с возможностью корректировки, либо полностью отказались от своей национальной валюты, введя фиксированный курс (в настоящее время валютное управление имеется только в семи странах с населением более двух миллионов человек), либо перешли на таргетирование инфляции в сочетании с плавающим курсом.

В то же время, страны с жесткой привязкой курса имели достаточно хорошие результаты. Анализ ярких примеров стабилизационных программ, использующих жесткую привязку, Аргентины и Панамы, проведенный Mishkin (2000) позволил сделать ему следующие выводы.

- Первый : существует два необходимых условия для успеха применения политики жесткой привязки (другие формы привязки не приводят к успешным результатам): хорошая банковская и финансовая система, и жизнеспособная налоговая политика.
- Второе : привязанная валюта остается подверженной спекулятивным атакам, а банк не имеет возможности противостоять территориально-зависимым шокам. Кризис Текилы в Аргентине и кризис Панамы в конце 1980-ых доказывает правомерность первого пункта. Опыт Аргентины после девальвации бразильского реала в 1999 и высокая энергозависимость Панамы является иллюстрациями второго.

Другая проблема жесткой привязки состоит в том, что при этом режиме нет простой стратегии выхода даже когда изменения в политических и экономических учреждениях страны позволяют оказаться от этой стратегии.

Тем не менее, по мнению Мишкина (Mishkin 2000), несмотря на их недостатки, жесткая привязка может быть единственной жизнеспособной стратегией монетарной политики, для тех латиноамериканских стран, политические и экономические учреждения которых не позволяют иметь независимый Центральный банк, ставящий перед собой задачу сохранения стабильности цен.

23.3.3. Гетеродоксальные программы стабилизации

Гетеродоксальные программы стабилизации - это программы стабилизации, которые совмещают в себе методы традиционных (ортодоксных) программ стабилизации и политику доходов, то есть временный контроль за заработной платой и ценами.

Как показал анализ гетеродоксальных стабилизационных программ, проводившихся в развивающихся странах (Kiguel and Liviatan (1992)), обычно они реализуются в два этапа.

- На первом этапе основой стабилизации является политика доходов, что позволяет, странам, применяющим данную программу стабилизации, достаточно быстро снизить уровень инфляции в экономике практически без изменения уровня безработицы и производства.
- На втором этапе основой стабилизации становится обменный курс, выступающий главным номинальным якорем стабилизационной программы. На основе валютного таргетирования на этом этапе правительство проводит программу ортодоксальной стабилизации. Успех первого этапа стабилизации закреплялся в тех странах, которые дополняли политику доходов на первом этапе стабилизации политикой фискального приспособления, то есть политикой ликвидации или уменьшения дефицита государственного бюджета.

Хрестоматийными примерами использования гетеродоксальной программы стабилизации, использующей политику доходов, принято считать следующие эпизоды: Израиль (стабилизационная программа 1985), Мексика (the Solidarity plan 1987-1988), Аргентина (the Austral plan 1985), Бразилия (the Cruzado plan 1986). Хотя только первые две из них были успешными, некоторые экономисты и политики стали полагать, что гетеродоксальные программы стабилизации являются положительной альтернативой предыдущим стабилизационным теориям.

Проведенный анализ (Kiguel and Liviatan (1992)) показал, что, как и все предыдущие программы, гетеродоксальные программы стабилизации имеют и преимущества, и недостатки.

В качестве *преимуществ* гетеродоксальных программ стабилизации Kiguel and Liviatan (1992) выделяют следующие.

- Во-первых, меньшие издержки, приносимые стабилизационной программой, на первом этапе стабилизации.
- Во-вторых, резкое увеличение фискальных поступлений (в Израиле около 1,5% от ВВП, в Аргентине приблизительно 2% от ВВП), что может быть объяснено обратным действием известного эффекта Оливера-Танзи, неправильной оценкой населением увеличения фискальных поступлений.

- В-третьих, в ходе реализации данной стабилизационной политики государство располагает дополнительным временем для проведения успешной политики фискального приспособления. Это происходит потому, что на первом этапе быстро появляются результаты стабилизации, это усиливает доверия к действиям государства, позволяя государству легче ввести дополнительные меры стабилизации (сокращение государственных расходов, увеличение налогов).

К недостаткам гетеродоксальных программ стабилизации Kiguel and Liviatan(1992) относят::

- Во-первых, высокие издержки последующего, после применения политики доходов, снижения инфляции. Это происходит потому, что в период когда государство контролирует цены и заработную плату в экономике устанавливается завышенный обменный курс, который после снятия контроля приводит к сокращению совокупного спроса, то есть к рецессии. К тому же, при переходе к обменному курсу как главному номинальному якорю, трудность состоит в корректировке завышенного обменного курса без потери контроля над главным номинальным якорем (В Израиле применили пошаговую девальвацию-10% в месяц, в Мексике - режим ползущей привязки).
- Во-вторых, возможность появления «популистских» программ стабилизации. Относительно легкий успех первого этапа стабилизации без особых затрат в отношении выпуска и безработицы, провоцирует перейти на втором этапе не к ортодоксальной, а к популистской программе стабилизации. Возможно также первоначальная ошибка в идентификации проводимой государством стабилизационной программы, поскольку отличить популистскую программу от гетеродоксальной возможно только в ходе реализации программы.
- В-третьих, возможное искаженное воздействие ценового контроля. Ценовой контроль приводит к перераспределению ресурсов в экономике. Контроль должен быть краткосрочный и не особенно жесткий.
- В-четвертых, трудность в установление контроля. Контроль не должен быть единым, необходим дифференцированный подход.
- В-пятых, трудность оценки успешности проведения стабилизационной программы. В любой программе трудно установить начальный момент ее успешной реализации. Дополнительная трудность оценки успешности гетеродоксальных программ создает их успех на первом этапе.

Изучения природы и опыта гетеродоксальных программ стабилизации показали, что не все так просто, как это выглядело в эйфории первоначальных успешных гетеродоксальных стабилизационных программ. Данный стабилизационный подход не может быть использован повсеместно. В частности, использование такого подхода нежелательно:

- в странах обычно не страдающих от инфляции, но имеющих краткосрочный всплеск ее по каким-то внешним или внутренним причинам. (Коста-Рика, Филиппины в начале 80-х годов) .
- в странах с гиперинфляцией, поскольку природа инфляции в этих странах отлична от хронической инфляции. (Боливия)
- в странах с низкой и умеренной инфляцией.

Опасно также непоследовательное применение гетеродоксальных программ стабилизации. Поскольку не доведение до конца гетеродоксального плана стабилизации оборачивается достаточно чувствительным обратным последствием (примером служит гиперинфляция в Аргентине и Бразилии после отказа от проведения гетеродоксной программы).

23.4. Анализ опыта применения инфляционного таргетирования

Несмотря на то, что история инфляционного таргетирования насчитывает уже 17 лет (отсчет начинается с 1990 г., когда Банк Новой Зеландии первым перешел к нему), несмотря на то, что, по оценке экспертов МВФ, более двадцати стран на сегодняшний момент перешли к этому режиму макроэкономической стабилизации, дебаты о достоинствах этого режима как стратегии стабилизационной политики все еще продолжаются. Среди огромного множества новых статей, в которых обсуждался этот вопрос можно выделить работы Levin, Natalucci, Piger (2004)¹⁷, Orphanides и Williams (2005)¹⁸, Ball и Sheridan (2005)¹⁹, и Gurkaynak и другие (2006)²⁰.

Основные выводы из этих дебатов можно суммировать следующим образом (Mishkin 2006)²¹. После принятия этого режима

- Инфляция и уровень процентной ставки уменьшились;
- Волатильность выпуска не увеличилась;
- Pass-through обменного курса, кажется, уменьшилась;
- Страны, перешедшие к инфляционному таргетированию не добились большего успеха чем страны не перешедшие к нему;
- Постоянство инфляции в этих странах ниже;
- Ожидания инфляции, кажется, лучше прикреплены в этих странах.

Кроме этого в результате перехода к этому режиму произошло усовершенствование процесса принятия решения монетарными властями, он стал более системным и менее противоречивым, более прозрачным и отслеживаемым (Svensson, 2005)²².

За все время, ни один Центральный банк не отказался от этого режима, независимо от продолжительности применения режима и частоты промахов при определении цели. Исследователи считают, что это может быть обусловлено

- гибкой реакцией системы на шоки,
- высоким уровнем прозрачности и отслеживаемости, свойственной этому режиму,
- отсутствием лучшего альтернативного режима монетарной политики. (Roger and Stone 2005)²³ и большим доверием населения (Paulin 2006)²⁴.

23.4.1. Анализ опыта применения инфляционного таргетирования

Эмпирические исследования опыта применения режима инфляционного таргетирования строятся в основном на анализе опыта промышленно развитых стран, поскольку они, в отличие от стран с формирующимися рынками, имеют более продолжительный опыт воздействия данного

¹⁷ Levin, A., F. Natalucci, and J. Piger. (2004) "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting.", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (July/August): 51-80.

¹⁸ Orphanides, A. and J.C. Williams. (2005) "Imperfect Knowledge, Inflation Expectations, and Monetary Policy.", in B.S. Bernanke and M. Woodford, eds., *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press.

¹⁹ Ball, L. and N. Sheridan. (2005) "Does Inflation Targeting Matter.", in B.S. Bernanke and M. Woodford, eds., *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press.

²⁰ Gurkaynak, R., A. Levin, and E. Swanson. (2006) "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden.", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2006-09*.

²¹ Mishkin, F. S. (2006) "Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?", NBER Working Paper 12515.

²² Svensson, L.E.O. (2005) "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting." Presented at the Monetary Policy Under Inflation Targeting Conference, Banco Central de Chile.

²³ Roger, S. and M. Stone. (2005) "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets.", IMF Working Paper No. 05/1 63.

²⁴ Paulin, G. (2006) "Credibility and Flexibility: The Evolution of Inflation-Targeting Regimes, 1990- 2006.", *Bank of Canada Review*, Summer.

режима стабилизации. Как считают эксперты МВФ, до сих пор эти исследования не предоставили каких-либо убедительных данных. Эксперты МВФ полагают, что это может быть обусловлено следующими факторами:

- во-первых, имеется лишь семь или восемь стран, применяющих таргетирование инфляции в течение временного интервала, позволяющего проводить анализ, и группа стран, не использующих таргетирование, с которыми их можно сопоставлять ограничена.
- во-вторых, большинство промышленно развитых стран с начала 1990-х годов имели относительно низкие и стабильные темпы инфляции, вне зависимости от того перешли ли они к таргетированию инфляции или нет. Они улучшили свои макроэкономические показатели в силу разных причин, и это затрудняет выявление каких-либо постепенных улучшений, достигнутых благодаря таргетированию инфляции.

Тем не менее, существующие попытки такого анализа (например, Gosselin (2007) ²⁵) представляют определенный интерес, поскольку они проводят анализ накопившегося опыта, позволяя, получить некоторое обобщенное представление о данном режиме стабилизации. В качестве примера можно рассмотреть Главное условие при восприятии этой информации, не постулировать выводы, полученные на основе такого анализа.

23.4.2. Перспективы применения инфляционного таргетирования

В литературе существует мнение, что система инфляционного таргетирования может быть применена не во всех странах. Ряд авторов придерживались крайней точки зрения (например, Eichengreen and others (1999)) : они считали, что этот режим неприменим в развивающихся странах и переходных экономиках. Так как в этих странах отсутствуют условия, необходимые для проведения политики инфляционного таргетирования, которые можно обобщить следующим образом:

- Во-первых, *центральный банк должен обладать достаточной независимостью*. Причем речь не идет о юридической независимости Центрального банка. Все исследователи подчеркивают, что важна фактическая, по крайней мере, инструментальная независимость Центрального банка. Такая ситуация возможна при наличии определенных взаимоотношений между фискальной и монетарной властью. Монетарная политика не должна быть подчинена целям фискальной политики. Фискальные власти не должны рассчитывать на займы у Центрального банка.
- Во-вторых, *в экономике цены не должны быть жесткими* (прежде всего речь идет о фиксации заработной платы и обменного курса).
- В-третьих, *Центральный банк должен располагать возможностями прогнозирования и моделирования инфляции*, а также данными, необходимыми для их реализации.
- В-четвертых, Центральный банк должен технически организовать процесс инфляционного таргетирования,
 - решить кто будет устанавливать цель,
 - определить период на какой будет устанавливаться цель, или в течение какого периода эту цель планируется достичь?
 - предельная мера инфляции или ценовой индекс, численное значение которого собственно и будет являться целью;

²⁵ Gosselin M.A. (2007) "Central Bank Performance under Inflation Targeting". U.S. - Mexico Division International Department Bank of Canada, November 3, 2006

- задать количественное значение ценового индекса;
- определить способ задания цели, которая может определяться либо в виде точки, либо в виде коридора, внутри которого должно находиться достигнутое значение таргетируемого показателя.

Два первых условия являются решающими, два последних не обязательными, но желательными, так как они обеспечивают техническую возможность проведения политики инфляционного таргетирования.

Практика опровергла нигилистский подход скептиков. К 2005 году по оценке МВФ 13 развивающихся стран перешли к этому режиму, несмотря на то, что их экономики не обладали всеми необходимыми, с точки зрения теории, предпосылками.

Встал вопрос о значимости предпосылок инфляционного таргетирования, которые до этого активно обсуждались в литературе, посвященной критериям введения инфляционного таргетирования (например, Carare A., Schaechter A., Stone M., Zelmer M 2002)²⁶.

На вопрос о значимости предпосылок инфляционного таргетирования попытались ответить в своем исследовании эксперты МВФ (отчет 2005). Они провели специальное обследование при помощи вопросника, который заполнили 21 Центральный банк, применяющий таргетирование инфляции, и 10 центральных банков, не применяющих таргетирования инфляции. В целом, их обследование подтвердило, что ни одна страна, перешедшая к таргетированию инфляции, не обладала всеми теоретически необходимыми предпосылками перед введением таргетирования инфляции, хотя — промышленно развитые были в целом в лучшем положении, чем страны с формирующимся рынком (см. таблицу 3).

Таблица 3. Проверки устойчивости базисной модели: предварительные и текущие условия
(1 = передовая текущая практика)

²⁶ Carare A., Schaechter A., Stone M., Zelmer M.(2002) “ Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”.IMF Working Paper WP/02/102, 2002.

	Страны без таргетирования инфляции					
	Страны с таргетированием инфляции				Страны с формирующимся рынком	
	Страны с формирующимся рынком		Пром. развитые страны		До введения текущего режима	
	До введения	Текущие	До введения	Текущие	До введения	Текущие
Техническая инфраструктура	0,29	0,97	0,74	0,98	0,51	0,62
Наличие данных	0,63	0,92	0,84	0,94	0,65	0,70
Систематическое прогнозирование	0,10	1,00	1,00	1,00	0,60	0,80
Модели, позволяющие готовить условные прогнозы	0,13	1,00	0,38	1,00	0,28	0,35
Состояние финансовой системы	0,41	0,48	0,53	0,60	0,40	0,49
Нормат. банк. капитал к активам, взвеш. с учетом риска	0,75	1,00	0,75	1,00	0,71	0,86
Капитализация фондового рынка к ВВП	0,16	0,21	0,28	0,44	0,16	0,19
Капитализация рынка частных облигаций к ВВП	0,10	0,07	0,40	0,31	0,29	0,20
Коэффициент оборачиваемости фондового рынка	0,29	0,22	0,28	0,35	0,37	0,45
Несоответствие валют	0,92	0,96	1,00	1,00	0,67	0,97
Срок погашения облигаций	0,23	0,43	0,46	0,52	0,18	0,29
Институциональная независимость	0,59	0,72	0,56	0,78	0,49	0,64
Бюджетные обязательства	0,77	1,00	0,75	1,00	0,50	0,70
Операционная независимость	0,81	0,96	0,63	1,00	0,70	1,00
Юридический мандат центрального банка	0,50	0,62	0,16	0,44	0,40	0,55
Гарантии для председателя от снятия с должности	0,85	0,85	1,00	1,00	0,80	0,80
Бюджетное сальдо в процентах ВВП	0,48	0,47	0,45	0,78	0,38	0,42
Государственный долг в процентах ВВП	0,47	0,47	0,53	0,54	0,35	0,46
Независимость центрального банка	0,26	0,64	0,44	0,72	0,32	0,55
Экономическая структура	0,36	0,46	0,47	0,55	0,55	0,44
Передача воздействия обменного курса	0,23	0,44	0,31	0,50	0,33	0,42
Чувствительность к ценам на сырьевые товары	0,35	0,42	0,44	0,56	0,67	0,55
Степень долларизации	0,69	0,75	1,00	1,00	0,63	0,60
Открытость для торговли	0,18	0,21	0,13	0,16	0,56	0,19

Источники: Arnone and others (2005); «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ; «Международная финансовая статистика» МВФ; национальные источники; ОЭСР; Ramón-Ballester and Wezel (2004); База данных финансовой структуры и экономического развития Всемирного банка; расчеты персонала МВФ.

На основе проведенного анализа эксперты МВФ сделали вывод о том, что «отсутствие этих «предпосылок» само по себе не является препятствием для введения таргетирования инфляции и его успеха». Данный вывод подтвержден в работе также на основе использования более формальных эконометрических тестов. Рассматривая выделенные предпосылки, в качестве дополнительных контрольных переменных в более формальном статистическом анализе, построенном на основе принципов, предложенных в работе Ball and Sheridan (2003), эксперты МВФ установили, что ни одна из перечисленных предпосылок не является значимой в уравнениях, объясняющих улучшения макроэкономических показателей после введения таргетирования инфляции.

В тоже время, в отчете МВФ подчеркивается, что проведенный анализ не позволяет определить, справедлив ли сделанный на его основе вывод в равной степени в отношении других стран, имеющих менее благоприятные исходные условия, но не включенные в исследование.

Кроме этого в исследовании МВФ отмечается, что «даже если соблюдение институциональных и технических стандартов необязательно является необходимым перед введением таргетирования инфляции, активный подход центрального банка и других государственных органов к совершенствованию этих областей после введения таргетирования может быть критически важным для создания необходимых условий успешного применения целевых показателей инфляции после их введения».

Некоторые исследования считают решающим моментом применения инфляционного таргетирования в развивающихся экономиках не наличие институциональных условий, а правильную техническую организацию процесса таргетирования.

Так Мишкин и Йонас (Jonas, J., F. Mishkin (2003) ²⁷ изучив опыт проведения инфляционного таргетирования в трех переходных странах – Чехии, Польше и Венгрии, считают, что в этих странах особое значение приобретает **выбор таргетируемого показателя инфляции**. Поскольку в этих странах существует кризис доверия, центральный банк должен найти такой таргетируемый показатель, который с одной стороны был бы прозрачным и понятным для населения, с другой – хорошо контролировал инфляцию. Использование индекса потребительских цен в этих условиях становится спорным, так как, хотя значение этого индекса понятно населению, но его краткосрочные колебания могут отражать влияние факторов, не связанных с денежной политикой. Также очень важен **выбор способа таргетирования инфляции**. По мнению Йонаса и Мишкина, проблема выбора между точечным или интервальным таргетированием менее остра для переходных экономик, чем для развитых. Предпочтительным, по их мнению, для этих стран является этим странам является точечное таргетирование. Широкий интервал таргетирования хотя и делает более легким удержание инфляции в рамках таргетируемого интервала, но уменьшает возможность контролирования инфляционных ожиданий, которые оказывают большое влияние на успешность проведения политики, особенно при кризисе доверия к действиям государства, имеющем место в странах с переходной экономикой. Узкий таргетируемый интервал, скорее всего, будет часто нарушаться, что более опасно с точки зрения доверия для денежных властей, чем отклонение от точечной цели. Таргетирование довольно узкого интервала не имеет смысла в условиях нестабильности переходных экономик. Многие также зависят от **выбора временного горизонта таргетирования инфляции**. Это связано с тем, что в переходных странах лаг влияния денежной политики на инфляцию меньше, чем в странах с развитой экономикой. Йонаса и Мишкина выделяют следующие отрицательные моменты, связанные с более коротким лаговым влиянием денежной политики. Во-первых, это проблема регулируемости – инфляционная цель нарушается слишком часто, даже в том случае, если денежная политика оптимальна. Во-вторых, это высокая волатильность инструментов, выражающаяся в том, что денежные власти постоянно изменяют регулируемый параметр (применяют определенный инструмент денежно-кредитной политики) вокруг некоторого значения в попытке удержать целевое значение инфляции в краткосрочном горизонте. В-третьих, слишком короткий горизонт подразумевает, что в функции потерь центрального банка вес флуктуаций выпуска слишком мал. Решением для устранения слишком короткого лага влияния денежной политики на инфляцию, **по их мнению**, может быть установление целевой инфляции на два или более года вперед, а также увеличение веса флуктуаций выпуска в функции потерь центрального банка.

В последние годы дискуссия о режиме инфляционного таргетирования как стратегии стабилизационной политики захватила и российскую общественность. Успехи некоторых стран в стабилизации инфляции при переходе к этому режиму привлекли к нему всеобщее внимание, появились заявления о возможности перехода российского ЦБ к этой стратегии в ближайшее время.

Вместе с тем, в научной экономической среде вопрос о переходе российской экономике к инфляционному таргетированию обсуждается политически осторожно, поскольку не очень очевидны, даже с теоретической точки зрения, ответы на целый ряд существенных вопросов, например, стоит или нет переходить России к инфляционному таргетированию; возможен ли переход к инфляционному таргетированию в России, и если да, то при каких условиях.

²⁷ Jonas, J., F. Mishkin (2003) Inflation targeting in transition countries: experience and prospects. *NBER Working Paper*, 9667),