

ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ В КОНТЕКСТЕ МИРОВОГО ОПЫТА: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Цель данной статьи заключается в анализе с позиции имеющегося опыта и знаний о трансмиссионном механизме монетарной политики обязательных условий эффективного использования инфляционного таргетирования в странах с формирующимся рынком и эффективных монетарных стратегий его внедрения в этих странах.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование, монетарная политика, процентный капитал, валютный курс, структурные реформы.

Постановка проблемы. Режим таргетирования инфляции используется не только промышленно развитыми странами, но и рядом стран с формирующимся рынком. Опыт этих стран свидетельствует о том, что для успешного использования развёрнутой системы целевых показателей инфляции необходимым является наличие следующих макроэкономических условий:

- устойчивое состояние бюджета;
- минимальный уровень инфляционных ожиданий;
- развитая финансовая система;
- независимость центрального банка в использовании денежно-кредитных инструментов;
- наличие возможности и полномочий центрального банка по регулированию инфляции;
- действенность процентной политики в регулировании инфляции (активный процентный канал);
- информационная открытость политики центрального банка;
- обоснованная методология прогнозирования инфляции.

Понятно, что с позиции эффективного монетарного регулирования выполнение этих условий важно в принципе, независимо от режима денежно-кредитной политики. Однако значимость их выполнения существенно возрастает при переходе к инфляционному таргетированию. В ином случае неблагоприятная экономическая ситуация, которая нередко становится стимулом перехода к системе целевых показателей инфляции, в свою очередь, может служить источником рисков, подрывающих доверие к ней.

Цель статьи – проанализировать трансмиссионный механизм монетарной политики обязательных условий эффективного использования инфляционного таргетирования в странах с формирующимся рынком, показать пути его внедрения в этих странах.

Изложение основного материала. Переход к системе целевых показателей инфляции часто следует за валютными кризисами, ростом инфляции, снижением показателей экономической деятельности в целом. Поэтому использование инфляционного таргетирования до прошествия достаточного времени после периода неблагоприятной экономической ситуации связан с риском повторного проявления этих факторов, что может заставить отодвинуть новые целевые показатели инфляции на второй план. Такой риск особенно велик для стран с формирующимся рынком, поскольку для них более характерны бюджетные диспропорции, а также финансовые и валютные кризисы.

Прочная бюджетная позиция имеет особое значение для целей успешного функционирования системы целевых показателей инфляции. Достаточно устойчивое состояние бюджета исключает использование эмиссионного финансирования государственного долга, которое может поставить под угрозу доверие к целевым показателям инфляции. Отсутствие бюджетной дисциплины может осложнить реализацию денежно-кредитной политики, ограничивая способность центрального банка осуществлять эффективные кредитно-денежные операции с ценными государственными бумагами. Более того, значительные бюджетные диспропорции могут стать причиной неоправданно жесткой направленности денежно-кредитной политики центрального банка, призванной продемонстрировать его стремление установить контроль над инфляцией.

Для успешного функционирования системы целевых показателей инфляции большое значение имеет также стабильность валютного курса. В данном контексте стабильность валютного курса должна обеспечивать достаточный уровень общественного доверия, чтобы убедить рынки в том, что валютные кризисы не смогут повлиять на целевые показатели инфляции.

В целом по странам с формирующимся рынком, используемым сегодня инфляционное таргетирование, стабильность финансовой системы, оцениваемая на основании отсутствия в течение нескольких лет кризисов в финансовом секторе, достигалась, как правило, до перехода к системе целевых показателей инфляции. Это связано с тем, что страны с формирующимся рынком нуждаются в более убедительных подтверждениях того, что новая система целевых показателей инфляции не пострадает из-за неблагоприятного состояния бюджета, особенно ввиду того, что для этих стран часто характерен более высокий уровень внутренней задолженности.

Таким образом, страны с формирующимся рынком, переходящие на путь инфляционного таргетирования, должны считать необходимым наличие достаточного по длительности стабилизационного периода, с тем, чтобы исключить негативное воздействие финансовой нестабильности на новую систему целевых показателей инфляции. Кроме того, если страна использовала до перехода к таргетированию инфляции режим обменного курса, то в случае отмены привязки (расширения коридора) валютного курса могут потребоваться дополнительные меры по снижению уязвимости финансового сектора в условиях обесценения национальной валюты.

В то же время уже имеющийся опыт использования инфляционного таргетирования показал, что до полномасштабного перехода к развёрнутой системе целевых показателей инфляции выполнение в полном объёме всех вышеотмеченных макроэкономических условий не является обязательным.

Переходный период. В большинстве стран с формирующимся рынком использованию развёрнутой системы целевых показателей инфляции предшествовал определенный переходной период (табл. 1).

Таблица 1

Сроки перехода к развёрнутой системе целевых показателей инфляции в странах с формирующимся рынком

Страна	Начало перехода к целевым показателям инфляции ¹	Введение развёрнутой системы целевых показателей инфляции ²
Бразилия	Июнь 1997 г.	Июнь 1999 г.
Чили	Сентябрь 1990 г.	Сентябрь 1999 г.
Чешская Республика	Декабрь 1997 г.	Декабрь 1997 г.
Израиль	Декабрь 1991 г.	Июнь 1997 г.
Польша	Октябрь 1998 г.	Март 1999 г.
Южная Африка	Август 1999 г.	Февраль 2000 г.

Источник: сайты центральных банков в сети Интернет.

Начало переходного периода определялось заявлениями директивных органов о намерении ввести практику установления целевых показателей инфляции или объявлением целевых показателей инфляции в условиях расширения валютного коридора. Окончание переходного периода предполагает введение в действие большинства элементов развёрнутой системы целевых показателей инфляции. Переход к использованию развёрнутой системы целевых показателей инфляции в странах с формирующимся рынком проходил либо медленно (Чили и Израиль), либо быстро (Бразилия, Чешская Республика, Польша, Южная Африка) (см. табл. 1).

Инфляционные тенденции. В большинстве промышленно развитых стран переход к развёрнутой системе целевых показателей инфляции проходил в период замедления темпов инфляции (табл. 2). В странах с формирующимся рынком на выбор между постепенным или быстрым способом перехода к развёрнутому режиму инфляционного таргетирования повлиял уровень инфляции на начальный момент перехода. Это определялось тем, что реальные издержки, связанные с проведением антиинфляционных мер, в значительной мере зависят от степени структурной

¹ Официальное заявление о намерении ввести систему целевых показателей инфляции или объявление первых целевых показателей инфляции.

² Подробное изложение принципов функционирования развёрнутой системы целевых показателей инфляции или отмена валютного коридора (а также его расширение до диапазона, при котором вероятность возникновения политически значимых противоречий между целевыми показателями валютного курса и инфляции минимальна).

жесткости основных секторов экономики (определяющей, насколько быстро удастся погасить инфляцию), а также от возможности обретения необходимого доверия со стороны экономических агентов (см. табл. 2).

Таблица 2

**Инфляция стран при переходе к развернутой системе
целевых показателей инфляции**

Страна	Введение развёрнутой системы целевых показателей инфляции, момент t	Инфляция на момент t минус 36 месяцев	Инфляция на момент t минус 24 месяца	Инфляция на момент t минус 12 месяцев	Инфляция на момент t
<i>Промышленно развитые страны</i>					
Австралия	Апрель 1993 г.	8,3	3,4	1,4	1,7
Канада	Февраль 1991 г.	3,9	4,9	4,3	4,4
Финляндия	Февраль 1993 г.	7,5	5,0	2,6	2,7
Новая Зеландия	Июль 1989 г.	8,5	12,8	5,9	4,9
Испания	Ноябрь 1994 г.	5,7	5,1	4,7	4,4
Швеция	Январь 1993 г.	8,8	10,0	5,2	4,7
Соединённое Королевство	Октябрь 1992 г.	7,5	8,9	4,1	1,8
<i>Страны с формирующимся рынком</i>					
Бразилия	Июнь 1997 г.	16,3	7,0	3,4	3,3
Чили	Сентябрь 1999 г.	11,3	8,0	6,8	5,9
Чешская Республика	Декабрь 1997 г.	9,9	7,9	8,6	10,0
Израиль	Июнь 1997 г.	12,9	8,4	4,9	5,9
Польша	Март 1999 г.	20,2	16,8	13,9	6,1
Южная Африка	Февраль 2000 г.				

Источник: Inlnailonal Finance / Statistics.

В странах, которые характеризовались невысокими темпами инфляции и устойчиво снижающимися инфляционными ожиданиями, переходный период был достаточно коротким. В этом случае страна сразу же переходила к использованию развернутой системы целевых показателей инфляции. В то же время большинство переходных стран, в которых отмечались высокие темпы инфляции, а так же устойчиво сохраняющиеся инфляционные ожидания в целях стабилизации реального сектора экономики в течение длительного переходного периода применяли антиинфляционные программы.

Например, в Чили и Израиле был осуществлён плавный (более 7 лет) переход от режима подвижного валютного курса к системе целевых показателей инфляции. При этом центральными банками этих стран

проводилось чёткое различие между долгосрочными плановыми показателями инфляции и промежуточными целевыми показателями инфляции. Данный опыт показателен не только тем, что Чили и Израиль были первыми странами с формирующимся рынком, установившими целевые показатели инфляции, но и тем, что переход к развернутой системе целевых показателей инфляции в этих странах начался в то время, когда темпы инфляции превышали 25 %. Так, в Чили в 1990 году после десятилетнего периода, отмеченного колебаниями инфляции на уровне 25 %, были впервые объявлены целевые показатели инфляции. И только в 1999 году была принята развернутая система целевых показателей инфляции. Применение годовых целевых показателей для корректировки темпов снижения инфляции и использование возможностей антиинфляционной политики позволило ограничить реальные издержки сокращения инфляции, максимально повысить занятость и объемы производства, одновременно обеспечивая строгое выполнение обязательств по контролю над инфляцией в долгосрочной перспективе. Переход к системе целевых показателей инфляции способствовал укреплению результатов структурных реформ во всех секторах экономики, что, в свою очередь, позволило снизить издержки, сопряженные с проведением антиинфляционных мер.

Таким образом, основной причиной перехода к целевым показателям инфляции было стремление снизить устойчиво сохраняющиеся высокие инфляционные ожидания, предоставив общественности четкую информацию о целях борьбы с инфляцией. Для замедления темпов инфляции Центральный банк Чили установил ряд годовых целевых показателей инфляции. При этом учитывался высокий начальный уровень инфляции, а также вероятность значительного краткосрочного спада реального объема производства и сокращения занятости в результате реализации антиинфляционных мер.

В Израиле целевые показатели инфляции были введены в 1991 году для того, чтобы заложить необходимую основу для ослабления контроля за валютным курсом. В самом начале перехода к инфляционному таргетированию в обществе отсутствовало четкое представление о степени готовности Центрального банка обеспечить достижение целевых показателей инфляции. Лишь через несколько лет целевые показатели инфляции постепенно доказали свое право на существование, уже после того, как руководство страны продемонстрировало, что их достижение является основной задачей денежно-кредитной политики.

Устойчивость успешной антиинфляционной политики в Чили и Израиле позволяет сделать следующие выводы:

- начальные темпы инфляции в этих странах были достаточно высокими – более 25 %;
- снижению темпов инфляции способствовало постоянное совершенствование структурной и налогово-бюджетной политики: структурные реформы в

обеих странах, а также сокращение государственного долга положительно повлияли на динамику производительности труда;

- финансовые системы обеих стран были укреплены настолько, что оказались в состоянии противостоять последствиям мексиканского и азиатского кризисов конца 1990-х годов.

Режим валютного курса. Девять из тринадцати стран, применяющих систему целевых показателей инфляции, до перехода к инфляционному таргетированию отказались от режима целевых показателей валютного курса (табл. 3). В то же время на первоначальном этапе, непосредственно после объявления целевых показателей инфляции, валютный курс может рассматриваться как независимая переменная целевой функции директивных органов, что связано с важностью его значения для реального сектора и стабильности курса в условиях открытой экономики стран с формирующимся рынком. Например, многие из параметров использовавшегося в Чили подвижного коридора (диапазон, динамика изменений, базовая корзина валют, степень симметрии и уровень паритета) корректировались с учетом изменяющихся политических целей и ситуации на рынке.

Однако на последующих этапах реализации режима инфляционного таргетирования противоречия между валютным коридором и целевыми показателями инфляции, как правило, разрешаются в пользу последних. Так, к середине 1995 г. снижение значимости валютного курса в Израиле стало очевидным в связи с последовавшим в ответ на тенденции повышения валютного курса расширением подвижного коридора (который составил 14 % в 1995 г., 28 – в 1997 г., а в 1999 г. достиг 40 %). В Чили также постоянно проводились корректировки валютного коридора в сторону его расширения до полного отказа от него в сентябре 1999 года.

**Валютный режим
до перехода к системе целевых показателей инфляции**

Страны с формирующимся рынком	Валютный режим
Бразилия	Подвижный валютный коридор
Чили	Подвижный валютный коридор
Чешская Республика	Подвижный валютный коридор, корректируемый с учётом плавного снижения инфляции
Израиль	Подвижный валютный коридор
Польша	Подвижный валютный коридор
Южная Африка	Подвижный валютный коридор с неофициальными целевыми показателями инфляции и объявляемыми пределами роста широкой денежной массы
Промышленно развитые страны	Валютный режим
Австралия	Плавающий валютный курс
Канада	Плавающий валютный курс
Финляндия	Валютная привязка к европейской валютной корзине (ЭКЮ)
Новая Зеландия	Плавающий валютный курс
Испания	Валютный коридор в рамках валютного механизма ЕВС
Швеция	Валютная привязка к европейской валютной корзине (ЭКЮ)
Соединённое Королевство	Валютный коридор в рамках валютного механизма ЕВС

Источники: IMF, *Exchange Arrangements und Exchange Reimbursements* сайты центральных банков в сети Интернет.

Долгосрочные целевые показатели инфляции. Выбор долгосрочных целевых показателей инфляции прежде всего определяется уровнем инфляции и степенью эластичности экономики. В то же время оптимальный долгосрочный целевой показатель инфляции в странах, применяющих систему таргетирования инфляции, продолжает оставаться предметом споров. Имеющиеся рекомендации по установлению целевого показателя на уровне около 3 % основаны на том, что на практике, как правило, существуют:

- значительное положительное отклонение в статистическом измерении инфляции потребительских цен;
- высокая степень неэластичности заработной платы при понижательной тенденции цен.

Подобный уровень целевого показателя также отражает позицию о том, что в низших точках экономического цикла на непродолжительное время можно допускать отрицательные значения реальных процентных ставок.

При установлении целевых показателей инфляции страны с формирующимся рынком и промышленно развитые страны руководствуются во многих отношениях общими принципами денежно-кредитной политики:

- на основе последних экономических данных, показателей настроения рынка, результатов математического моделирования и обоснованной оценки производится регулярная корректировка инфляционных прогнозов;
- с учетом недоиспользования производственных мощностей и иных факторов на основе моделирования и обоснованной оценки определяется желаемая направленность политики (по определению уровня операционных целевых показателей, требующегося для сужения возможного разрыва между прогнозируемой инфляцией и целевыми показателями инфляции);
- рассматриваются и другие факторы (такие, как международная обстановка и политические события), которые могут повлиять на сроки и масштабы изменения направленности проводимой политики;
- публикуется информация об изменении направленности политики и проводится корректировка операционных целевых показателей до желаемого уровня.

В данном контексте для стран с формирующимся рынком особо сложной проблемой является прогнозирование инфляции. Из-за запаздывания между мерами денежно-кредитной политики и их воздействием на инфляцию прогнозы инфляции играют ключевую роль в проведении политики определения целевых показателей инфляции. По существу прогнозы инфляции можно рассматривать как промежуточный целевой показатель политики. Однако из-за недостаточности данных, постоянных структурных изменений и уязвимости в случае финансовых потрясений страны с формирующимся рынком при прогнозировании инфляции в меньшей степени могут полагаться на статистику.

Многие индикаторы инфляции являются общими для всех стран, применяющих систему целевых показателей инфляции (индикаторами инфляции называют регистрируемые данные, которые, как показывает опыт, позволяют сделать заключение о будущих изменениях уровня инфляции). Такие индикаторы включают переменные спроса и предложения, денежные агрегаты, процентные ставки и валютный курс, инфляцию, цены и ожидания.

Особое значение при режиме целевых показателей инфляции имеют исследования инфляционных ожиданий, проводимые частным сектором или самим центральным банком. Такие обследования могут предусматривать непосредственный выборочный сбор сведений об инфляционных ожиданиях рынка и потребителей, либо центральный банк может готовить сводку по результатам обследований рыночных инфляционных ожиданий. Зачастую центральные банки развитых стран проводят качественные обследования состояния частного сектора. Кроме того, необходимую информацию можно получать путем неофициального опроса участников рынка сотрудниками центрального банка.

Для стран с формирующимся рынком показатели совокупного спроса и предложения играют более важную роль, чем для развитых. Большой вес этих показателей отражает значимость реальных потрясений и отсутствие альтернативных рыночных показателей. Вполне очевидно, что для стран со средним и низким уровнем доходов резкие колебания спроса имеют особое

значение в направлении ухудшения качества прогнозирования. Поэтому для этих стран может оказаться полезным введение новых инфляционных индикаторов.

Механизмы реализации политики таргетирования инфляции. В странах, применяющих систему целевых показателей инфляции, воздействие денежно-кредитной политики на инфляцию происходит следующим образом. В краткосрочной перспективе увеличение процентных ставок непосредственно приводит к сокращению темпов инфляции за счет повышения курса национальной валюты, что находит свое выражение в снижении цен на импортируемые товары. В долгосрочной перспективе увеличение процентных ставок косвенным образом приводит к снижению инфляции. Это происходит благодаря ослаблению инфляционных ожиданий и сокращению капиталовложений предприятий.

Все страны, применяющие систему целевых показателей инфляции, в качестве операционного целевого показателя используют краткосрочные процентные ставки. Данный операционный целевой показатель можно определить как индикатор денежного рынка, который наиболее точно отражает намерения экономических агентов страны. Популярность ежедневной процентной ставки как операционного целевого показателя демонстрирует стремление центральных банков сгладить колебания спроса на банковские резервы или расчетные остатки.

В странах с открытой экономикой в качестве операционного целевого показателя некоторые центральные банки используют не только среднее значение процентной ставки, но и индекс денежно-кредитных условий. Данный показатель представляет собой средневзвешенную комбинацию валютного курса и краткосрочной процентной ставки за вычетом их значений в базисный период и может рассчитываться как в номинальном, так и в реальном выражении. Статистические веса определяются на основании сравнительного воздействия валютного курса и целевого показателя процентной ставки на реальный совокупный спрос. Использование индексов денежно-кредитных условий (ИДКУ) обусловлено тем, что в стране с небольшой открытой экономикой трудно предсказать, каким образом корректировка политики повлияет на совокупный спрос и инфляцию: или через валютный курс, или через процентные ставки.

Все центральные банки, использующие целевые показатели инфляции, применяют рыночные инструменты денежно-кредитной политики в целях поддержания операционного целевого показателя ежедневных (суточных) процентных ставок на желаемом уровне. Операции на открытом рынке (ООР) – прямые или с обратным выкупом (РЕПО) – являются наиболее распространенным инструментом денежно-кредитной политики для центральных банков, действующих в рамках системы целевых показателей инфляции. Большинство центральных банков используют операции на открытом рынке для поддержания объемов внутренних ликвидных средств на уровне, соответствующем заявленной операционной процентной ставке. Такие операции на открытом рынке принимают форму купли-продажи центральным

банком ценных бумаг казначейства или центрального банка, а партнерами в подобных сделках обычно являются коммерческие банки.

Для оперативного управления ликвидностью центральные банки, использующие целевые показатели инфляции, редко применяют прямые инструменты денежно-кредитной политики (или вообще их не используют). Это связано с тем, что такие прямые инструменты денежно-кредитной политики, как нормы обязательных резервов, предельные размеры кредита и обязательные требования ликвидности активов можно корректировать нечасто. Подобный аспект прямых инструментов указывает на исключительную неэффективность их применения для компенсации инфляционных потрясений или демонстрации целей политики центрального банка.

Напротив, в ответ на инфляционные потрясения рыночными инструментами можно провести быструю корректировку ситуации, так как проще осуществить их “тонкую настройку” для достижения поставленной цели. Приведенные соображения указывают на то, что рыночные инструменты являются исключительно эффективным средством реализации политики целевых показателей инфляции, поэтому отсутствие необходимого уровня их эффективности может служить достаточно значимым ограничением использования инфляционного таргетирования в странах с формирующимся рынком.

Ещё одним существенным ограничением для эффективной реализации политики таргетирования инфляции является тот факт, что в переходных странах, характеризующихся более высокими темпами инфляции и быстрым переносом воздействия с валютного курса на темпы инфляции, как правило, отсутствуют каналы инерционного снижения цен. Длительный период высокие темпы инфляции в подобных странах до момента становления надежной системы целевых показателей инфляции были причиной инерционного роста цен и почти незамедлительного воздействия изменений валютного курса на темпы инфляции.

Выводы. В результате этого можно сделать вывод о том, что на данном этапе развития экономик и финансово-кредитных систем стран СНГ смена монетарного режима с обменного курса на инфляционное таргетирование предполагает обязательное использование промежуточных монетарных режимов (неявных целевых инфляционных ориентиров, расширение коридора колебаний валютного курса). В течение этого переходного периода для эффективной реализации инфляционного таргетирования государством должны быть сформированы необходимые макроэкономические условия. В противном случае использование инфляционного таргетирования не принесёт ожидаемого успеха, так как центральные банки отмеченных стран не смогут без ущерба для национальных экономик обеспечить целевые параметры инфляции. Таким образом, это неизбежно подорвёт доверие со стороны экономических агентов к проводимой монетарной политике и в конечном итоге снизит её эффективность.

Список литературы

1. Шахтер Андреа. Переход к системе целевых показателей инфляции: практические вопросы применительно к странам с формирующимся рынком [Текст] / Андреа Шехтер, Марк Р. Стоун, Марк Цельмер // МВФ. – Вашингтон, 2000.
2. Banco Central of Brazil Monetary Policy Committee [Text] // 1999-2002 / Inflation Report / Brasilia, December.
3. Bank of Israel [Text] //1999-2003, Inflation Report / Tel Aviv, December.
4. Coats W., Laxton D., Roze D. The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System [Text] / Czech National Bank, 2003.
5. Czech National Bank [Electronic resource] // 1999, CNB Monetary Strategy // http://www.cnb.cz/en/_mpolitika/dms.htm.
6. Laxton, Douglas and Alasdair Scott. On Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System Designed to Support Inflation-Forecast Targeting (IFT) [Electronic resource] // Inflation Targeting Experiences: England, Finland, Poland, Mexico, Brazil, 2000.
7. Werland Sergio. Issues in Adoption of an Inflation Targeting in Framework Brazil [Electronic resource] // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/index.htm>.

Summary

This paper aims to researcher, what are the pre-requisites in terms of knowledge about the monetary policy transmission mechanism for a successful introduction of inflation targeting, and what strategy should be used to develop the knowledge about transmission over time once the inflation-targeting regime is introduced.

Получено 02.07.2008

Румянцева О.И. Инфляционное таргетирование в странах с формирующимся рынком в контексте мирового опыта: проблемы и перспективы использования / О.И. Румянцева // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. - Суми: УАБС НБУ, 2008. - Вип. 23. - С. 147-159.