



## **Переход к таргетированию инфляции: обзор предпосылок и институциональных ограничений**

### **Резюме**

С начала 1990-х все большее число развитых и развивающихся стран применяет режим таргетирования инфляции в качестве основы монетарной политики. Главной задачей при данном режиме является удержание инфляции на низком уровне. Его широкое распространение обусловлено существующим в экономической науке мнением, что устойчивый рост возможен только при стабильном уровне цен, так что центральный банк должен концентрировать свои усилия на сдерживании инфляции, отодвигая на второй план остальные, потенциально конфликтующие с основной, цели.

Таргетирование инфляции предполагает установление четко сформулированной, количественной цели по уровню инфляции, которая выступает якорем монетарной политики. С учетом контекста страны с переходной экономикой, этот целевой уровень инфляции должен устанавливаться совместно центральным банком и правительством, так как это обеспечивает необходимую поддержку монетарному режиму со стороны правительства и усиливает доверие к нему.

Тем не менее, для успешного применения данного режима необходимо удовлетворить ряд институциональных требования. Во-первых, центральный банк должен быть наделен операционной независимостью, чтобы иметь возможность использовать доступные ему инструменты монетарной политики в первую очередь для достижения целевого уровня инфляции. Во-вторых, фискальные вопросы не могут доминировать над монетарными – наоборот, сдержанная фискальная позиция необходима для повышения общественной поддержки данного режима монетарной политики. В-третьих, центральный банк должен нести ответственность за соблюдение установленных темпов инфляции. Необходимо, чтобы общественность обладала достаточной информацией для мониторинга работы центрального банка. Это предполагает как прозрачность самого режима, так и широкие коммуникации между органами монетарной политики и обществом. Выполнение вышеперечисленных требований помогает обеспечить доверие к проводимой центральным банком политике таргетирования инфляции, что является ключевым фактором успеха.

При переходе к режиму таргетирования инфляции помимо институциональных требований должны быть также удовлетворены некоторые макроэкономические и финансовые условия. Прежде всего, необходимо наличие стабильного внешнего и финансового сектора. Это избавит центральный банк от необходимости увязывать свою политику контроля над инфляцией с выполнением других задач, обусловленных колебаниями на внешнем и банковском секторах. К тому же, переход к

режиму таргетирования инфляции должен осуществляться при невысоком уровне инфляции в стране, чтобы не подвергать риску доверие к центральному банку.

В случае если эти требования, большинство из которых полезно для экономики само по себе, выполнены или выполняются, то успешный переход к режиму таргетирования инфляции может стать ключевым элементом макроэкономической и финансовой стабильности.

## **Содержание**

1. Введение .....	3
2. Цели таргетирования инфляции .....	3
3. Институциональные требования.....	4
3.1 Операционная независимость .....	5
3.2. Отсутствие фискального доминирования.....	5
3.3. Прозрачность .....	5
3.4. Ответственность .....	6
4. Макроэкономические и финансовые условия .....	6
4.1. Внешняя стабильность .....	6
4.2. Стабильность финансовой системы.....	7
4.3. Снижающаяся инфляция .....	7
5. Выводы .....	7

## 1. Введение

Монетарная политика считается мощным инструментом, дающим возможность обеспечить стабильную макроэкономическую среду. Следовательно, вопрос выбора правильной монетарной политики является ключевым для властей. На протяжении 90-х гг. растущее число развитых стран<sup>1</sup> выбирало низкую инфляцию в качестве основной задачи монетарной политики, которая достигалась посредством режима таргетирования инфляции (ИТ). Частично это было реакцией на трудности, с которыми столкнулись альтернативные стратегии, такие как таргетирование валютного курса и денежной массы. Успехи этих стран в сдерживании инфляции на низком уровне заставило многие молодые страны и страны с переходной экономикой принять во внимание возможности таргетирования инфляции.<sup>2</sup> В Восточной Европе данный режим монетарной политики успешно применяют такие страны, как Польша, Венгрия и Чехия.

Международный опыт способствовал активному обсуждению возможности изменения стратегии монетарной политики Национального банка Беларуси и перехода к непосредственному режиму таргетирования инфляции. Юридической базой для возможного перехода выступает «Программа развития банковского сектора экономики Республики Беларусь на 2006–2010 гг.»<sup>3</sup> В этом документе присутствует упоминание о постепенном переходе к режиму таргетирования инфляции, запланированном на вторую половину данного периода.

Однако, отвлекаясь от контекста отдельной страны, перед осуществлением перехода к ШЕ режиму необходимо выполнить ряд предварительных условий и институциональных требований. Неподготовленный переход к новому режиму монетарной политике грозит серьезными рисками с потенциально высокими издержками для экономики. Ввиду важности предварительных условий и институциональных требований для общего успеха монетарной политики они стали темой этой отдельной аналитической записки. В ней не представлен детальный анализ плюсов и минусов режима таргетирования инфляции, так как он широко доступен в литературе.<sup>4</sup> В этой и сопутствующей записке (АЗ/07/07) «Таргетирование инфляции: возможности применения в Беларуси» рассматриваются практические вопросы перехода к непосредственному режиму ИТ органами монетарной политики Беларуси.

Работа имеет следующую структуру. Часть 2 посвящена анализу целей, которые преследует режим ИТ. Далее в части 3 рассматриваются основные институциональные условия, связанные с проведением монетарной политики в условиях данного режима. В частности это относится к операционной независимости, прозрачности и ответственности центрального банка и отсутствию доминирования фискальной политики над монетарной. Часть 4 посвящена макроэкономическим и финансовым условиям, необходимым для успешного перехода к режиму ИТ. В части 5 представлены выводы и заключение.

## 2. Цели таргетирования инфляции

Режим таргетирования инфляции предполагает, что долгосрочным ориентиром монетарной политики служит четко сформулированная, количественная цель по уровню инфляции. Усилия органов монетарной политики по достижению постав-

<sup>1</sup> Первой страной, применившей таргетирование инфляции, была Новая Зеландия в 1990. За ней последовали Канада, Великобритания и Швеция.

<sup>2</sup> Второй причиной был финансовый кризис, связанный с режимами фиксированного обменного курса в 1990-х гг., который сделал неизбежным переход к альтернативным номинальным якорям монетарной политики.

<sup>3</sup> Указ № 27 от 15 января 2007 г., см. <http://www.nbrb.by/publications/banksector-dev06-10.pdf>.

<sup>4</sup> Для подробного анализа см. Truman, E.M. (2003). *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics

ленной цели предоставляет номинальный якорь для системы, с которым частный сектор увязывает ожидания относительно уровня инфляции (если он доверяет проводимой политике). По мере того, как частные лица увязывают свои действия с этими инфляционными ожиданиями, происходит снижение общей неопределенности, что, в свою очередь, упрощает работу центрального банка по сдерживанию инфляции.

Долгосрочная ориентация на поддержание стабильного уровня цен в качестве основной политики центрального банка имеет несколько преимуществ, которые на данный момент не подвергаются сомнению. Во-первых, в научных кругах существует широкое согласие по поводу того, что в долгосрочном периоде деньги нейтральны относительно реальной экономики (занятость, выпуск) и влияют только на уровень цен. Тем не менее, в краткосрочном периоде влияние денежной массы на реальный сектор неизбежно и монетарная политика может иметь значительные последствия. Во-вторых, высокий и непостоянный уровень инфляции не желателен, так как он несет высокие экономические издержки. Низкая и стабильная инфляция, в свою очередь, способствует экономическому росту и социально-экономическому развитию. Таким образом, центральному банку следует отдавать приоритет стабилизации уровня цен перед другими, зачастую конфликтующими, целями монетарной политики. При этом невозможно одновременно с инфляцией эффективно таргетировать какую-либо другую номинальную переменную, например обменный курс или номинальный уровень заработной платы. В случае если центральный банк старается таргетировать несколько показателей без четкой иерархии между ними, возникает конфликт целей, что подрывает эффективность монетарной политики (а следовательно и доверие к центральному банку). Для того, чтобы подобные противоречия не возникали, все цели монетарной политики должны быть подчинены первичной задаче соблюдения заданного уровня инфляции. Такой подход, однако, предусматривает, что при отсутствии угрозы ценовой стабильности, центральный банк свободен в принятии мер по соблюдению других, второстепенных целевых показателей государственной экономической политики.

Важным вопросом в таргетировании инфляции является то, кто устанавливает целевой уровень инфляции. В международной практике существует несколько подходов к процедуре установления данного показателя. В некоторых странах желаемый уровень инфляции оговаривается совместно центральным банком и правительством (Новая Зеландия, Канада, Чехия, Венгрия), в других – только центральным банком (Швеция, Польша) или правительством (Великобритания). Страны с переходной экономикой имеют неприятный опыт высокой (гипер)инфляции, в основном фискальной по природе. Координация же деятельности центрального банка и правительства (представленным министерством финансов) через совместное установление предела инфляции способно увеличить доверие населения к режиму таргетирования инфляции, как способному обеспечить стабильный уровень цен. Открытая поддержка со стороны правительства увеличила бы доверие к поставленной цели по уровню инфляции и, таким образом, оказало бы поддержку действиям центрального банка. Общая уверенность в макроэкономической политике также бы возросла.

### **3. Институциональные требования**

Как было показано в прошлой главе, ключевую роль в стабилизации уровня инфляции играет отдельная фирма, которая сдерживает свои инфляционные ожидания. Центральный банк может рассчитывать на достижение поставленных перед ним целей, только если существует высокий уровень доверия к проводимой им политике со стороны частного сектора. Важность доверия к центральному банку легче всего проиллюстрировать с помощью негативного сценария, когда общество не верит, что поставленные цели монетарной политики могут быть достигнуты. В

этом случае инфляционные ожидания высоки и они не сдерживаются установленным целевым уровнем. Это в свою очередь влияет на фактическую инфляцию, по крайней мере в краткосрочном периоде, в сторону ее увеличения. Центральный банк оказывается перед дилеммой резко ужесточить монетарную политику, рискуя оказать негативное влияние на занятость и выпуск, или адаптировать свою политику к высокой инфляции, что еще больше подорвет его репутацию. Ввиду этого, доверие к центральному банку является ключевым элементом успешной монетарной политики. Оно может быть гарантировано, если удовлетворен ряд институциональных требований, которые сопутствуют установлению режима таргетирования инфляции.

### *3.1 Операционная независимость*

Без сомнения ключевым институциональным требованием режима ИТ является делегирование операционной независимости<sup>5</sup> центральному банку. Органы монетарной политики должны быть независимы в выборе инструментов, с помощью которых они ограничивают инфляцию в рамках установленного уровня.<sup>6</sup> Операционная независимость крайне необходима для формирования уверенности в успешности монетарного режима. Она доказывает, что центральный банк способен и имеет право применять все доступные инструменты влияния на инструментальную цель<sup>7</sup>, посредством которой достигается конечная цель по уровню инфляции. Контекст независимости центрального банка в целом значительно шире и включает множество других аспектов, однако они не представляют собой особой значимости при осуществлении перехода к режиму таргетирования инфляции.<sup>8</sup>

### *3.2. Отсутствие фискального доминирования*

В поддержку операционной независимости и увеличения доверия к ИТ режиму, в особенности на ранних стадиях, многие страны проводят бюджетные реформы. Их целью является минимизация стимулов к финансированию дефицита бюджета за счет прямого кредита центрального банка. Монетарная экспансия, подразумеваемая подобным финансированием дефицита, негативно сказывается на ожиданиях частного сектора и уровне доверия к центральному банку и проводимой им политике. Также квази-фискальная деятельность, например прямое кредитование различных секторов экономики центральным банком или государственными банками по запросу правительства, угрожает снижением доверия к проводимой монетарной политике, а значит должна быть минимизирована. Одновременно следует усилить коммерческую ориентацию банковской системы, гарантирующую создание эффективного кредитного портфеля. В целом фискальная и квази-фискальная деятельности должны вестись в разумных пределах, чтобы не сдерживать монетарную политику.

### *3.3. Прозрачность*

Открытость во всех аспектах проводимой монетарной политики является ключевым требованием к центральным банкам, работающим в режиме таргетирования инфляции. Она предоставляет частному сектору возможность контролировать эф-

---

<sup>5</sup> В литературе эта форма независимости также зачастую называется «инструментальной независимостью».

<sup>6</sup> В данном случае вопрос, кто устанавливает целевой уровень инфляции (правительство, центральный банк или совместно), не столь важен.

<sup>7</sup> В развитых странах, которые применяют ИТ режим, инструментальной целью обычно выступает краткосрочная процентная ставка.

<sup>8</sup> В долгосрочном периоде имеет смысл учесть преимущества более широкого подхода к независимости центрального банка.

фективность действий властей.<sup>9</sup> Открытость подразумевает объяснение центральным банком конечных целей, проводимой монетарной политики, механизма принятия решений и методов практической реализации намеченной политики. В этой связи, важным инструментом достижения доверия со стороны общества являются регулярные и широкие коммуникации. Они должны включать в себя периодические обзоры и оценки темпов инфляции, анализ эффективности применяемых мер, прогнозы динамики инфляции и обсуждение возможных инструментов реагирования на нее со стороны центрального банка.

Центральному банку следует использовать комбинацию различных средств коммуникации с обществом: периодические отчеты о росте цен, пресс релизы и конференции, в которых объясняются принятые решения<sup>10</sup>, и специальные аналитические материалы, которые помогают лучше проследить связь между принимаемыми мерами и поведением инфляции. С их помощью центральный банк информирует частный сектор о том, какие меры монетарной политики будут применены в будущем, чтобы они не стали неожиданностью.

### *3.4. Ответственность*

Установление точного целевого уровня инфляции и предоставление всех прав центральному банку для достижения ее подымает вопрос ответственности. «Ответственность» подразумевает, что центральный банк отвечает за достижение поставленных им целей. В то время как операционная независимость является необходимым условием и основным элементом режима ИТ, ответственность за принимаемые меры является обратной стороной возросшей автономии и представляет собой комплиментарный институциональный механизм. В связи с этим, все отклонения действительного уровня инфляции от целевого должны быть тщательно разъяснены, проанализированы их причины и инструменты, с помощью которых осуществлялась стабилизация инфляции. В Великобритании, например, каждый раз, когда инфляция отклоняется на 1 процентный пункт от заданного уровня в любую из сторон, центральный банк обязан написать открытое письмо правительству с объяснениями причин произошедшего и планируемых мер по возвращению инфляции к целевому уровню. Очевидно, что прозрачное ведение монетарной политики способствует росту ответственности центрального банка перед частным сектором и органами власти.

## **4. Макроэкономические и финансовые условия**

Обычно переход к режиму таргетированию инфляции, особенно в странах с переходной экономикой, осуществляется постепенно. Он начинается сразу после официального объявления перехода к новому режиму и дает власти достаточно времени для развития требуемых институтов с одной стороны, и выполнения необходимых макроэкономических и финансовых условий – с другой. Так макроэкономическая и финансовая нестабильность создает дополнительную нагрузку на центральный банк, заставляя его преследовать конфликтующие цели и подрывая доверие к нему. Выполнение следующих макроэкономических и финансовых условий необходимо для успешного перехода к таргетированию инфляции.

### *4.1. Внешняя стабильность*

По своей сути таргетирование инфляции ориентировано на выполнение задач внутренней экономической политики – низкая и стабильная инфляция. Это обуславливает необходимость отдельно учитывать положение страны на внешнем

---

<sup>9</sup> Очевидно, что в случае, когда обменный курс служит номинальным якорем, общественности значительно проще осуществлять мониторинг, чем при таргетировании инфляции, при котором существуют продолжительные лаги между моментом применения инструмента и конечными результатами.

<sup>10</sup> В некоторых странах протоколы совещаний и результаты голосования органов, ответственных за принятие решений в центральном банке, находятся в открытом доступе для всех желающих.

рынке. Если по причине частых шоков платежного баланса и колебаний обменного курса развитие внешнего сектора нельзя считать достаточно стабильным, монетарная политика может оказаться в ловушке конфликтов целей внутренней политики (заданными режимом таргетирования инфляции) и желания достичь внешней стабильности. Таким образом, переход к режиму ИТ желательно осуществлять в условиях внешней стабильности, когда подобные конфликты интересов не возникают.

#### *4.2. Стабильность финансовой системы*

Операционная независимость центрального банка предполагает, что он посредством доступных инструментов монетарной политики добивается того, чтобы фактический уровень инфляции соответствовал заданному. Колебания в операционной цели (обычно в краткосрочной процентной ставке) являются неперменной частью такого режима. Если банковская система не достаточно крепка, а финансовые рынки неразвиты, эффект от увеличения процентной ставки, которое естественно при политике сдерживания инфляции, может привести к кризису в финансовом секторе. Банковская система также должна быть в состоянии справиться с ожидаемым увеличением колебаний обменного курса, которое обычно следует за введением режима таргетирования инфляции. Следовательно, установление качественно регулируемой, эффективной банковской системы, которая способна поглотить подобные колебания, должно стать первоочередной задачей при переходе к режиму ИТ. В противном случае инструменты центрального банка будут вынужденно использоваться для смягчения финансовых колебаний, а не достижения целевого уровня инфляции. В результате этого снизится доверие к центральному банку и его способности управлять инфляцией.

#### *4.3. Снижающаяся инфляция*

Обычно переход к таргетированию инфляции происходит после периода снижающейся инфляции, когда она не превышает 10%<sup>11</sup>. Это позволяет избежать проблемы установления слишком высоких целевых показателей инфляции (которые могут быть восприняты населением чрезмерно высокими) или слишком резкого снижения инфляции за относительно короткий период. Первое грозит подорвать репутацию центрального банка, в том числе и из-за возможных ошибок при выборе целевого уровня инфляции, а второе потенциально способно вызвать разрушение экономики.

### **5. Выводы**

Экономическая теория подтверждает точку зрения, что режим монетарной политики, нацеленный в основном на контроль над инфляцией, наилучшим образом обеспечивает динамичное, стабильное социально экономическое развитие. Низкая инфляция важна не только по социальным причинам – она является необходимым условием долгосрочного экономического роста. Многие развитые и развивающиеся страны осуществили переход к режиму таргетирования инфляции, который позволяет им не только сдерживать инфляцию, но и стабилизировать краткосрочные колебания выпуска и занятости. Важной чертой данного режима является номинальный якорь монетарной политики в виде четко оговоренной, числовой цели по уровню инфляции.

Однако ряд дополнительных мер необходим для того, чтобы введение режима таргетирования инфляции привело к улучшению монетарной политики. В первую очередь должны быть удовлетворены институциональные требования, которые гарантируют эффективность режима и увеличивают доверие к нему. Они обеспе-

---

<sup>11</sup> См. Masson, P., Savastano, M., and Sharma, S. (1998). *Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?* Finance & Development.

чивают центральный банк возможностью самостоятельно управлять монетарной политикой, не подчиняя ее задачам других сфер экономики. Далее, введение режима таргетирования инфляции должно осуществляться постепенно, так как время необходимо для выполнения ряда предварительных макроэкономических и финансовых условий, гарантирующих возможность перехода к данному режиму.

В заключение, следует сказать, что описанные выше предварительные условия и институциональные требования, являясь важной составной частью конкретного режима монетарной политики, способны приносить пользу сами по себе. Независимо от типа монетарного режима, будь то, например, режим таргетирования валютного курса, вопросы операционной независимости центрального банка или устранения доминирования фискальной политики над монетарной являются ключевыми для успешного проведения монетарной политики.

Авторы: Роберт Кирхнер, Дмитрий Крук

Рецензент: Рикардо Джуччи

Берлин/Минск, ноябрь 2007