Моисеев Сергей Рустамович. Инфляционное таргетирование: международный опыт и перспективы его использования в РФ : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 99 c. РГБ ОД, 61:03-8/2838-X

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ 9

1.1. Инфляционное таргетирование: сущность, цели и экономическая модель 9

1.2. Организационно-правовые и макроэкономические предпосылки реализации инфляционного таргетирования 35

ГЛАВА 2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ 46

2.1. Мировой опыт инфляционного таргетирования в экономически развитых странах 46

2.2. Режим инфляционного таргетирования в развивающихся и переходных экономиках 52

ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В

РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ 67

3.1. Независимость, открытость и транспарентность банка России 67

3.2. Потенциал макроэкономической эффективности инфляционного таргетирования в России 77

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 88

Список ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**

В период быстрого развития рынков капитала и появления многочисленных финансовых инноваций проблемы эффективности денежно-кредитной политики имеют первостепенную значимость. Неверные действия денежных властей могут привести к самым тяжелым последствиям, ярким примером чему являются кризисы 1990-х гг. не только в развивающихся, но и в рыночно развитых странах. Разработка оптимальной политики денежно-кредитного регулирования особую важность приобрела на рубеже XX-XXI веков. В частности, интерес к модернизации политики центрального банка в Соединенных Штатах возрос в свете изменений на фондовом и ипотечном рынке, произошедших в начале 2000-х гг. В Европе экономисты центральных банков заняты поиском схожих структур трансмиссионного механизма1стран еврозоны для проведения единой денежно-кредитной политики. В Японии предпринимаются попытки таргетирования различных экономических переменных для выхода из стагнации, длящейся уже более десятилетия.

В России пересмотр основ денежно-кредитной политики является актуальным, по меньшей мере, по двум причинам. Во-первых, макроэкономическая стабилизация, достигнутая после кризиса 1998 г. вызвала изменения в национальном хозяйстве, которые требуют пересмотра политики Банка России. Во-вторых, хронические отклонения от целевых ориентиров денежного предложения заставляют более пристально взглянуть на то, как ЦБ РФ должен проводить денежно-кредитную политику.

Одним из наиболее серьезных изменений в мире, произошедших в сфере денежно-кредитного регулирования в 1990-е гг., стала разработка инфляционного таргетирования (inflation targeting). С тех пор как в 1990 г. Резервный Банк Новой Зеландии впервые использовал его для регулирования темпов роста цен, оно привлекает большой интерес со стороны экономистов. Таргетирование инфляции означает применение операционного инструментария центрального банка в целях достижения количественного ориентира инфляции, за который орган денежно-кредитного регулирования несет ответственность.

1 Передаточный или трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (transmission mechanism of monetary policy) - каналы воздействия инструментов центрального банка на экономическую активность.

После распада Бреттон-Вудской системы большинство центральных банков стало использовать в качестве промежуточных целей денежно-кредитной политики широкие денежные агрегаты или компоненты денежной базы (внутренний кредит или чистые иностранные резервы). Так продолжалось вплоть до конца 1980-х гг., когда произошли кардинальные изменения в финансовом секторе экономически развитых стран. Достижение макроэкономической стабильности сопровождалось повышением волатильности денежного мультипликатора, что подрывало работоспособность таргетирования денежного предложения. Решение проблемы эффективности денежно-кредитной политики во многих странах было найдено в переходе на инфляционное таргетирование. С его помощью центральным банкам удалось успешно снизить инфляцию и инфляционные ожидания в короткие сроки, увеличить темпы экономического роста, а также повысить доверие к себе со стороны общества. Вследствие высокой эффективности инфляционного таргетирования оно постепенно вытесняет таргетирование денежного предложения. Если в начале 1970-х гг. таргетирование денежного предложения проводилось в более 40% стран, то к 2002 г. их доля снизилась до 30%. Доля же стран, придерживающихся таргетирования

инфляции во второй половине 1990-х гг. резко возросла до 13% .

Актуальность диссертационного исследования также возрастает в связи с наблюдаемым в настоящее время планомерным переходом Банка России с денежного на инфляционное таргетирование. В отчете за 2001 г. экономисты ЦБ РФ упоминают о том, что Банк России «ввел в практику осуществления денежно-кредитной политики использование элементов целевой инфляции» . В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год» целевые инфляционные ориентиры уже приобрели статус базового принципа политики ЦБ РФ: «Денежно-кредитная политика... формируется и будет проводиться на основе двух базовых принципов. Первый — это продолжение применения элементов метода целевой инфляции. Второй — использование денежного агрегата М2 в качестве промежуточного ориентира денежно-кредитной политики»4. Таким образом, исследование перспективности данной политики для Российской Федерации

2 Расчет проводился автором по ста девяноста восьми странам, чьи данные о денежно-кредитной политике национальных центральных банков представлены на веб-сайте МВФ ().

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год // Вестник Банка России, 2002. - №1, с. 4. 4 Там же, с. 34.

4 представляет собой значительный интерес как для экономистов-теоретиков, так и рыночных практиков.

**Степень разработанности темы.**

Инфляционное таргетирование - совершенно новая тема в российской экономической науке. Вплоть до 1999 г. по данной теме полностью отсутствовали какие-либо отечественные материалы и публикации. Основополагающие труды по инфляционному таргетированию были написаны европейскими и американскими учеными в середине 1990-х гг. В России проблемами инфляционного таргетирования занимаются экономисты Банка России, Финансовой Академии при Правительстве РФ и Института Экономики Переходного Периода. Исследованию поставленных в диссертации проблем во многом способствовал анализ работ таких авторитетных зарубежных ученых и экономистов как Ч.Гудхард (Лондонская Школа экономики), М. Нессен и У.Содерсторм (исследовательский департамент шведского Риксбанка), Ш.Ширатсука (Банк Японии), Б. МакКаллам (Университет Карнеги-Меллона), Л. Свенссон и Д.Вестин (Стокгольмский Университет), П.Мэссон (МВФ) а также ряда российских специалистов, среди которых М.Ш. Марьясин, И.П. Крючкова и Засорина ИЛ. (Банк России), А.А. Хандруев (Фонд «Реформа») и Е.П. Баранова (Финансовая Академия при Правительстве РФ).

**Цель и задачи исследования.**

Целью данного диссертационного исследования является разработка теоретических основ таргетирования инфляции, определение детерминант его эффективности, а также обобщение опыта развитых стран и анализ возможностей применения инфляционного таргетирования в развивающихся и переходных экономиках. Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи.

1. Изучение операционных характеристик и процедур таргетирования инфляции.
2. Выявление детерминант эффективности инфляционного таргетирования.
3. Изучение опыта инфляционного таргетирования в экономически развитых странах.
4. Анализ практики таргетирования инфляции в развивающихся и переходных экономиках.
5. Разработка базовых параметров таргетирования инфляции в РФ.

**Объект и предмет исследования.**

5 В соответствии с поставленными задачами объектом исследования является таргетирование инфляции. Предметом исследования выступает операционная модель инфляционного таргетирования, используемая при принятии экономических решений и их реализации.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**

Теоретической базой исследования послужили труды западных и отечественных экономистов, включая публикации в специализированных периодических изданиях, выпускаемых иностранными центральными банками, а также международными финансовыми организациями. При изучении проблем инфляционного таргетирования использовались сравнительный анализ, экономико-математическое моделирование, разработка классификаций, оптимизационный подход, индексные и эконометрические оценки. Среди наиболее важных источников информации следует назвать Европейский Центральный Банк, Банк Англии, ФРС США, шведский Риксбанк и МВФ.

**Научная новизна исследования.**

В ходе работы были получены следующие научные результаты.

1. Впервые в отечественной экономической науке **обоснована категория *«инфляционное таргетирование»,***под которым понимается применение операционного инструментария национального центрального банка в целях достижения количественного ориентира инфляции, за который государственный орган денежно-кредитного регулирования несет ответственность.
2. **Выделены *особенности инфляционного таргетирования*в странах с развитой рыночной экономикой:**долгосрочный горизонт таргетирования; узкий симметричный диапазон значений целевой переменной; исключение из индекса цен компонент, находящихся вне регулятивных возможностей денежных властей; таргетирование инфляционного прогноза.
3. **Впервые выявлена *специфика инфляционного таргетирования*в развивающихся и переходных экономиках:**годовой горизонт таргетирования; долгосрочный целевой ориентир инфляции; широкий нецентрированный диапазон значений целевой переменной; большая информационная закрытость центральных банков по сравнению с денежными властями развитых стран.
4. **Разработана *типология стационарных процедур*(«правил») государственной денежно-кредитной политики.**Признаками классификации выступили обусловленность аргументов функции (экзогенных переменных) и управляемость зависимой (эндогенной) переменной в стационарной процедуре. Типология позволяет определить варианты операционных моделей по принятию решений в области инфляционного таргетирования.
5. **Определены организационно-правовые и макроэкономические *детерминанты эффективности*таргетирования инфляции. К**

организационно-правовым детерминантам относятся:

*S*политическая и экономическая независимость национального

центрального банка; *^*открытость и транспарентность государственной денежно-кредитной

политики. Макроэкономические детерминанты включают:

*S*симметричность информации о ценообразовании в национальной

экономике; *S*трансмиссия денежно-кредитной политики через внутренний

совокупный спрос; *S*гибкость внутренних ценовых структур; *S*сбалансированность государственных финансов;

**7***S*развитость денежного рынка и национальной финансовой системы в целом.

**6) Установлена зависимость**между ***денежно-кредитной трансмиссией и  
уровнем экономического развития страны****в****условиях инфляционного  
таргетирования.***В экономически развитых странах денежные власти при  
таргетировании инфляции опираются, преимущественно, на каналы  
процентной ставки, финансового акселератора и резервов банковской  
системы. В развивающихся и переходных странах в силу присущих  
экономике ограничений денежно-кредитная трансмиссия, как правило,  
осуществляется через валютный курс и инфляционные ожидания.  
Использование этих двух каналов в условиях инфляционного  
таргетирования сдерживает развитие финансового сектора и затрудняет  
эффективное распределение финансовых ресурсов, что, в свою очередь,  
снижает темпы экономического роста.

**7) Разработаны *параметры таргетирования инфляции****в****России на  
современном этапе её развития:***

*S*объявление инфляционной цели совместно Центральным банком и

Правительством РФ; *S*выбор в качестве целевого ориентира инфляции широкого

нецентрированного диапазона ее значений; *S*назначение долгосрочным ориентиром инфляции прирост ИПЦ на 0%-2% в

год, что соответствует инфляции основного внешнеторгового партнера РФ

(еврозоны); *^*выбор горизонта таргетирования в три года с ежегодным уточнением

параметров инфляции; *S*разработка скорректированного индекса цен в качестве инструмента оценки

инфляции;

8 ***S***выбор процентной ставки и денежной базы в роли операционных целей денежно-кредитной политики.

**8) Построена *экономико-математическая линейная модель,*описывающая инфляционное таргетирование в открытой экономике.**Динамическая модель характеризует деятельность национального центрального банка во времени, нацеленную на достижение намеченных темпов экономического роста и инфляции в условиях изменения макроэкономической среды.

**Практическая значимость исследования.**

Прикладная значимость работы заключается в возможности применения инфляционного таргетирования в качестве одного из возможных режимов денежно-кредитной политики. Исследование может быть полезным в выработке методологических принципов реализации инфляционного таргетирования и конкретных практических рекомендаций по повышению его эффективности. Основные выводы и рекомендации, содержащиеся в работе, могут найти применение в научно-исследовательских трудах по изучению проблем денежно-кредитной политики и определению мер по ее совершенствованию. Теоретические положения диссертации могут быть применены в ходе преподавания таких курсов как «Финансы, кредит и денежное обращение», «Банковское дело», «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения», «Макроэкономика».

**Апробация результатов исследования.**

Некоторые положения и выводы по теме диссертационного исследования были изложены и обсуждены в ходе «круглого стола», прошедшего в Фонде «Реформа» в октябре 2000 года. Основные положения диссертации нашли свое отражение в серии статей в центральной печати, общим объемом 11 п. л.

**Структура диссертационного исследования.**

Работа содержит введение, три главы, заключение и список использованной литературы.

## Инфляционное таргетирование: сущность, цели и экономическая модель

Структурные теоретические основы инфляционного таргетирования, - как и денежно-кредитной политики в целом, - были заложены первым нобелевским лауреатом по экономике Яном Тинбергеном. К его заслугам относится разработка задач и принципов построения модели денежно-кредитной политики. Его работы сегодня рассматриваются как отправной пункт при обсуждении любой проблемы макроэкономической и денежно-кредитной политики, хотя в свое время потребовалось более пятнадцати лет, чтобы идеи Тинбергена получили свое признание. Ян Тинберген впервые ввел понятие «цель денежно-кредитной политики» (monetary policy target). Под ней он подразумевал фиксированный количественный показатель, к достижению которого должна стремится денежно-кредитная политика путем выбора значений инструментов политики или инструментальных переменных (monetary policy instrument). В «Теории экономической политики» Тинберген продемонстрировал необходимость того, чтобы число инструментов политики было равно числу целей. В соответствии с концепцией Тинбергена денежно-кредитная политика характеризуется иерархией целевых переменных: конечная цель - промежуточная цель - тактические цели - инструменты политики центрального банка.

Любые денежные власти существуют для решения определенной задачи -конечной (первичной) цели денежно-кредитной политики. В эпоху золотого стандарта конечной целью было поддержание постоянной цены на золото или, иными словами, сохранение фиксированного валютного курса. В период Бреттон-Вудской системы в законах о центральном банке конечной целью значилась «внутренняя и внешняя стабильность национальной денежной единицы»: низкая инфляция и фиксированный валютный курс. С переходом на плавающие обменные курсы валют обязательство по поддержанию фиксированного паритета автоматически исчезло, и конечной целью стала ценовая стабильность. Под ней в экономической литературе понимается такой незначительный прирост цен, который не берется агентами в расчет при принятии решений. В идеале ценовая стабильность означает нулевую инфляцию, однако по ряду технических причин (например, ошибки статистики, запаздывание в обновлении информации и т.д.) центральные банки не ориентируются на нулевую инфляцию. В результате на практике стабильность цен означает не столько нулевое, сколько небольшое положительное значение прироста индекса цен в течение длительного периода времени.

Для сохранения ценовой стабильности страны экспериментировали с тем или иным якорем денежно-кредитной политики, которым выступала промежуточная цель политики центрального банка. Номинальный якорь денежно-кредитной политики является своеобразным ограничителем стоимости внутренних денег. На вопрос, какие функции он выполняет, существует два ответа. Во-первых, он способствует поддержанию ценовой стабильности, поскольку благодаря ему закрепляются инфляционные ожидания. Во-вторых, номинальный якорь обеспечивает дисциплину денежно-кредитной политики, в результате чего исчезает так называемая «проблема временной несогласованности». Эта проблема возникает в связи с тем, что денежные власти часто склонны отдавать предпочтение краткосрочным задачам в экономике и игнорируют более важные долгосрочные цели.

## Мировой опыт инфляционного таргетирования в экономически развитых странах

Первой страной, прибегшей к некоторой разновидности инфляционного таргетирования в 1930-х гг., считают Швецию, хотя многие специалисты возражают. Я склонен согласиться с первой группой экономистов, - Швецию можно признать пионером в области таргетирования уровня цен, - поскольку характеристики современного инфляционного таргетирования и режима денежно-кредитной политики Швеции 1930-х гг. очень близки. Что собой представляет первый опыт таргетирования инфляции?

В сентябре 1931 г. Банк Англии покинул систему золотого стандарта, вслед за чем спекулянты атаковали шведскую крону. Центральный банк Швеции запросил долгосрочные кредиты в золоте от Нью-Йорка и Парижа, но получил отказ. Правительству и центральному банку ничего не оставалось, как после консультаций с известным экономистом Густавом Касселем, также порвать с золотым стандартом. Министр финансов Швеции заявил, что «мы намерены, используя все доступные средства, сохранить внутреннюю покупательную способность шведской кроны» . Действия шведского Риксбанка получили названия «денежная программа стабилизации внутреннего ценового уровня», которая была предназначена для сдерживания дефляции. В качестве конечной цели денежно-кредитной политики был выбран уровень цен, т.е. нулевая инфляция. Таргетирование уровня цен считалось временным средством, и власти надеялись вернуться к золотому стандарту. В 1932 г. для поддержания покупательной способности кроны перед Риксбанком была поставлена задача увеличения импортных и внутренних рыночных цен. В 1933 г. центральный банк также призвали «вмешиваться на рынке более активно» и «связать» меры денежно-кредитной политики с бюджетно-налоговой политикой для снижения безработицы.

Риксбанк через Банковский Комитет был подотчетен шведскому парламенту, Риксдагу. С осени 1931 г. Риксбанк начал рассчитывать еженедельный индекс потребительских цен, но во внимание также принимались и другие индексы цен. Для достижения стабильного ценового уровня использовались те же инструменты, что и при золотом стандарте: изменение учетной ставки и валютные интервенции. В 1933 г. к ним прибавился валютный курс - Риксбанк неофициально привязал курс кроны к фунту стерлингов. К 1937 г. поставленная цель была выполнена: оптовые цены вернулись на уровень 1928 г., а розничные остались относительно неизменными на уровне 1931 г. Далее цены поддерживались на прежнем уровне. В августе 1939 г. Швеция вышла из стерлингового блока и привязала курс кроны к доллару США.

С начала 1990-х гг. около десятка индустриально развитых стран решили перейти на инфляционное таргетирование. Причиной смены политики центральных банков стал неудачный опыт таргетирования денежных агрегатов или поддержания фиксированного валютного курса. В Новой Зеландии и Канаде инфляционное таргетирование первоначально использовалось для сокращения темпов инфляции, которая в этих странах в 1980-х гг. по меркам западных стран была достаточно высокой34. Поскольку опыт борьбы с инфляцией оказался вполне успешным, остальные пять стран переняли инструментарий инфляционного таргетирования, несмотря на то, что темпы инфляции у них были сравнительно низкими. Следует заметить, что все эти семь стран в отличие от Германии, Японии и Соединенных Штатов за последние тридцать лет не имели особо значительных достижений в борьбе с инфляцией. По оценке экономистов МВФ, в то время национальная денежно-кредитная политика их стран испытывала ощутимый недостаток доверия. По этой причине, перейдя на инфляционное таргетирование, власти пытались не только снизить темпы инфляции, но и повысить авторитет экономической политики.

class3 . **ПЕРСПЕКТИВЫ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В**

**РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ** class3

## Независимость, открытость и транспарентность банка России

Для того чтобы оценить, насколько независим Центробанк, необходимо, прежде всего, определить факторы независимости и ее основные характеристики. Вопросы, связанные с оценкой НЦБ, и анализом соотношения ее уровня с макроэкономическими переменными достаточно подробно изучены в научной литературе последнего десятилетия XX века. В основе таких исследований лежит следующий типовой алгоритм: о выделение набора переменных, описывающих факторы НЦБ; о назначение правил агрегирования соответствующих значений переменных; о определение перечня центробанков разных стран, подлежащих описанию на основе принятой системы переменных, а также временного горизонта оценки; о на основе полученного описания проводится ранжирование центробанков по степени их независимости; о ранговый список центробанков сопоставляется с макроэкономической статистикой стран, где функционируют центробанки. Ранжирование центробанков по степени их независимости обычно базируется на определенной классификации, где учтены возможные комбинации значений соответствующих переменных. Первая такая классификация была предложена Р. Бэйдом и М. Паркиным в 1988 г. Она учитывала три критерия НЦБ: наличие у Центробанка права окончательного решения по вопросам денежно-кредитной политики, наличие в руководстве Центробанка представителей правительства и наличие у Центробанка возможностей независимо от правительства назначать в состав своего руководства некоторых членов. На основе работы Р. Бэйда и М. Паркина профессором Гавардского Университета А. Алезиной был создан первый индекс НЦБ47. В его состав входили переменные, огтисывающие независимость руководства Центробанка от правительства. Подобные ему индексы носят название «правовые» или «юридические» индексы НЦБ, поскольку оценка их компонент проводится на основе анализа законодательства о Центробанке. С середины 1990-х гг. большое распространение получили индекс Цукермана (Cukierman Index), GMT-индекс (Grilli-Masciandaroabellmi Index) и индекс Эйффингера-Шалинга (Eijffinger-Schaling Index). Среди них первые два индекса будут использованы в дальнейшем. Индекс Эйффингера-Шалинга включает в себя три переменные: разработка денежно-кредитной политики, участие представителей правительства в совете Центробанка и назначение его руководства. Подотчетность денежных властей также является важным фактором НЦБ. Индекс подотчетности, построенный экономистами Банка Англии, учитывает четыре индикатора: внешний мониторинг деятельности

Центробанка со стороны парламента, публикация протоколов заседаний комитета по денежно-кредитной политике, обнародование отчетов о результатах денежно-кредитной политики и процедура разрешения конфликта между Центробанком и правительством.

Исследования, проведенные различными специалистами, дали в целом схожие результаты: в группу наиболее независимых центробанков вошли немецкий Бундесбанк и Национальный Банк Швейцарии, а в группе «отстающих» находятся французский, австралийский и канадский центробанки. Эмпирические исследования, основанные на индексах НЦБ, выявили, что между степенью независимости центрального банка и уровнем инфляции существует обратная зависимость. Первые эмпирические исследования взаимосвязи инфляции и НЦБ были проведены в начале 1990-х гг. Все они основывались на корреляционно-регрессионном анализе, с помощью которого строились индексы НЦБ. Ранние исследования выявили у промышленно развитых стран четкую обратную зависимость между степенью независимости и уровнем инфляции. В последующих исследованиях спектр переменных, влияющих на инфляцию, расширился, в результате чего взаимосвязь инфляции и независимости центрального банка существенно ослабла. На сегодня заметное число экономистов скептически относится к идее взаимосвязи инфляции и независимости денежных властей. Однако в то же время они не предлагают альтернативного взгляда на проблему, поэтому научные и деловые крути в целом ратуют за НЦБ.