Корищенко Константин Николаевич. Концепция перехода к инфляционному таргетированию в России : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Корищенко Константин Николаевич; [Место защиты: С.-Петерб. ун-т экономики и финансов].- Санкт-Петербург, 2007.- 378 с.: ил. РГБ ОД, 71 08-8/2

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Концептуальные проблемы денежной экономики 13

1.1. Цели и приоритеты ДКП 14

1.1.1. Долгосрочные и краткосрочные цели ДКП 14

1.1.2. Издержки инфляции 17

1.2. Основные модели денежной теории 21

1.2.1. Деньги в системе денежно-кредитного регулирования 21

1.2.2. Спрос на деньги 25

1.2.3. Предложение денег 36

1.2.4. Механизм денежной трансмиссии 49

Глава 2. Современные подходы к реализации денежно-кредитной политики. 71

2.1. Режимы таргетирования в осуществлении ДКП 71

2.1.1. Монетарное таргетирование 72

2.1.2. Курсовое таргетирование 74

2.1.3. Инфляционное таргетирование 89

2.1.4. Правило Тейлора 96

2.1.5. Правило номинального дохода 99

2.2. Международный опыт реализации ДКП 101

2.2.1. ДКП в развитых странах 102

2.2.2. ДКП в странах Восточной Европы 116

2.2.3. ДКП в развивающихся странах 120

2.3. Анализ реализации ДКП в России 124

2.3.1. Денежно-кредитная политика в послекризисный период 124

2.3.2. Признаки монетарного таргетирования 127

2.3.3. Признаки курсового таргетирования 130

2.3.4. Признаки инфляционного таргетирования 135

Глава 3. Методология оценки показателей денежно-кредитной политики 142

3.1. Целевые показатели ДКП 142

3.1.1. Роль показателя базовой инфляции в ДКП 142

3.1.2. Методологические проблемы построения показателя базовой инфляции 150

3.1.3. Основы методологии оценки внешней стоимости денег 152

3.1.4. Опыт Норвегии в разработке и построении показателей базовой инфляции.. 156

3.1.5. Оценка показателя базовой инфляции в России 158

3.2. Индикативные показатели ДКП 171

3.2.1. Проблемы выбора индикативных показателей ДКП 171

3.2.2. Практика построения индексов эффективных курсов 185

3.2.3. Эффективный валютный курс и внешняя стоимость валюты 191

3.3. Операционные показатели ДКП 203

3.3.1. Роль процентных ставок в ДКП 203

3.3.2. Проблемы оценки кривой бескупонной доходности на российском рынке 205

Глава 4. Трансмиссионный механизм денежного обращения в России 214

4.1. Механизм денежной трансмиссии 214

4.1.1. Особенности механизма денежной трансмиссии на современном этапе 214

4.1.2. Потребность в анализе механизма денежной трансмиссии 217

4.1.3. Методологические проблемы анализа механизма денежной трансмиссии... 220

4.1.4. Воздействие денежных шоков на реальный выпуск и инфляцию 226

4.2. Каналы механизма денежной трансмиссии с реальными эффектами 234

4.2.1. Новые концептуальные основы анализа механизма денежной трансмиссии.. 234

4.2.2. Каналы денежной трансмиссии с реальными эффектами 237

4.3. Каналы денежной трансмиссии с номинальными эффектами 247

4.3.1. Некурсовые каналы денежной трансмиссии с номинальными эффектами 247

4.3.2. Курсовые каналы денежной трансмиссии с номинальными эффектами 253

Глава 5. Перспективы реализации денежно-кредитной политики в России 279

5.1. Направления совершенствования ДКП 279

5.1.1. Оценка эффективности управления курсом и инфляцией в 2001-2005 гг 279

5.1.2. Актуальные меры антиинфляционой политики 281

5.2. Перспективы перехода к режиму инфляционного таргетирования 299

5.2.1. Выбор монетарного режима на современном этапе 299

5.2.2. Анализ готовности перехода к режиму инфляционного таргетирования 307

5.3. Подготовка инструментов ДКП и рыночной инфраструктуры 321

5.3.1. Операции прямого РЕПО 322

5.3.2. Рынок межбанковского кредита 326

5.3.3. Рынок внутреннего государственного долга 336

5.4. Мероприятия по введению режима инфляционного таргетирования 341

5.4.1. Выбор формы инфляционного таргетирования 341

5.4.2. Необходимые шаги для апробации инфляционного таргетирования 347

Заключение 358

Список использованной литературы 364

**Введение к работе**

На протяжении уже почти двух десятилетий во всем мире происходит политическая перестройка денежно-кредитной сферы, сопровождающаяся эволюцией целей и приоритетов центральных банков. На первый план вышла проблема разработки режима денежно-кредитной политики (ДКП), способного при наличии прозрачного и понятного целеполагания обеспечить достижение первоочередных задач монетарного регулирования.

Эволюция целей и задач центральных банков как органов управления денежным обращением во многом была обусловлена развитием финансовых секторов национальных экономик, усилением глобализации и интеграции финансовых рынков и, как следствие, повышением мобильности капитала. Рост доступности финансовых ресурсов, либерализация капитальных потоков и появление ранее несуществовавших инструментов значительно расширили зону регулирования центральных банков, переместив границы управления с национального на глобальный уровень.

В начале нынешнего века произошла проинфляционная «денежная волна», спровоцировавшая последующее повышение цен сырьевых и финансовых активов мирового рынка. Их подорожание стало зеркальным отражением того факта, что предложение денег центральными банками мира превышало естественно растущий спрос на них. Как отметил в одном из своих выступлений глава ФРС США Бен Бернанке, мировая финансовая система попала в «ловушку избыточной ликвидности», выход из которой состоит в пересмотре порядка проведения денежно-кредитной политики.

Начиная с 2004 года, происходит постепенная корректировка денежно-кредитной политики основными центральными банками мира в направлении ужесточения денежных условий. Рост цен на сырьевые товары при высоком уровне открытости и взаимозависимости экономик перевел проблему поддержания внутренней инфляции на нейтральном уровне в ранг первостепенных задач центрального банка. По мнению бывшего главного экономиста Международного Валютного Фонда Кеннета Рогоффа, именно происходящие тенденции глобализации обусловили необходимость создания номинального якоря в виде целевого уровня инфляции.

**Актуальность темы диссертационного исследования**обусловлена потребностью в совершенствовании правил и процедур разработки и реализации денежно-кредитной политики в России и приведении их в соответствие с текущим развитием мировых экономических процессов, изменением роли отечественной экономики в мире и внутренней экономической ситуации в стране.

Эволюция приоритетов и основных направлений деятельности Банка России происходила на протяжении всего периода рыночных реформ и приближения экономики России к наиболее успешным развитым странам мира. В течение всего этого периода денежно-кредитная политика Банка России была направлена на обеспечение необходимых условий для становления базовых институтов рыночной экономики и формирование благоприятной денежной среды, не препятствующей достижению высоких темпов социально-экономического развития.

Нынешний этап функционирования российской экономики характеризуется потребностью в качественно новой парадигме денежно-кредитного управления, направленной на создание режима инфляционного таргетирования, при котором акценты монетарного управления смещаются в сторону долгосрочных целевых ориентиров центрального банка.

Однако обеспечить одномоментное введение режима инфляционного таргетирования не только политически не возможно, но и экономически опасно, так как может спровоцировать развитие неблагоприятных процессов и дестабилизировать ситуацию. Наиболее теоретически обоснованным и практически проверенным вариантом режимного сдвига представляется постепенная перестройка инструментной и институциональной структуры денежно-кредитной политики Банка России в направлении ориентации на таргетирование инфляции и постепенного отказа от практики прямого регулирования курса национальной валюты.

По такому пути пошли, например, денежные власти Чили, допустив временной разрыв между отказом от официально провозглашенной политики управления курсом национальной валюты и введением режима инфляционного таргетирования, продолжительность которого составила около семи лет. В России, как показано в работе, подобный процесс начался в 2005 году посредством перехода к более гибкой курсовой политике и большей ориентации Банка России на достижение целей по инфляции. В то же время успешная практическая реализация такого перехода невозможна без должного понимания особенностей современных российских макроэкономических условий, а также при нынешнем уровне развития финансовой системы и методологической основы денежно-кредитной политики.

В России заложены и постепенно крепнут экономические и политические основы для внедрения режима инфляционного таргетирования, и в последние годы Банком России достигнуты успехи в этом направлении. В частности, как показано в настоящей работе, за последние годы значительно сократились инфляционные и курсовые риски, пересмотрены ориентиры в целевых и операционных показателях денежно-кредитной

политики, введены в обращение новые инструменты и создана необходимая рыночная инфраструктура.

По этой причине представляется целесообразным активизировать работу по подготовке перехода денежно-кредитной политики Банка России на режим инфляционного таргетирования. В диссертационном исследовании уделено особое внимание вопросам обоснования введения режима инфляционного таргетирования, разработки методологического обеспечения его реализации, описанию каналов и структуры механизма денежной трансмиссии, а также предложены практические шаги для получения наилучшего результата рассматриваемого режимного сдвига.

**Степень разработанности проблемы**

К настоящему времени опубликовано достаточно большое количество как зарубежных, так и отечественных фундаментальных исследований, посвященных вопросам совершенствования денежно-кредитной политики. В последнее десятилетие ученые зарубежных стран повышенное внимание уделяли разработке концепции инфляционного таргетирования.

Из числа обширных исследований, наиболее близких по содержанию к настоящей диссертации, следует выделить работу Б.Бернанке - Т.Лобак - Ф.Мишкин-А.Поузен «Инфляционное таргетирование: уроки международного опыта» 2001 года1, в которой представлено полное и подробное описание истории и результатов использования режима инфляционного таргетирования в разных странах. Однако столь широкая постановка вопросов в проводимом исследовании и комплексное освещение рассматриваемых проблем не позволило авторам затронуть вопросы теоретического обоснования и практического внедрения режима инфляционного таргетирования в специфических макроэкономических условиях. В частности, авторы сфокусировали внимание на опыте реализации режима инфляционного таргетирования в развитых странах, где, в отличие от России, отсутствует проблема неразвитости финансового сектора, и нет необходимости борьбы с высокой инфляцией.

К числу отечественных работ, посвященных проблемам и перспективам внедрения режима инфляционного таргетирования в России, можно отнести монографию С.Моисеева «Инфляционное таргетирование» 2004 года2, где автор представил международный опыт таргетирования инфляции в развитых и развивающихся странах, а также государствах с переходной экономикой. Существенным отличием его работы от

1 B.Bemanke, T.Laubach, F.Mishkin, A.Posen "Inflation targeting: lessons from the international experience" *II*Princeton University Press, 2001

2 Моисеев С. «Инфляционное таргетирование» *II*Маркет ДС, 2004

исследования зарубежных ученых является оценка макроэкономического потенциала использования инфляционного таргетирования Банком России в обозримой перспективе. По итогам проведенного исследования С.Моисеев пришел к выводу, что в настоящее время Россия не готова к переходу на режим инфляционного таргетирования, однако отказ от создания предпосылок для этого режима с его точки зрения является необоснованным. В то же время исследователь не уделил достаточного внимания разработке конкретных мер по формированию условий перехода к новому режиму и методологическому обеспечению его реализации.

**Целью диссертационного исследования**является теоретическое и практическое обоснование необходимости перехода к режиму инфляционного таргетирования в России посредством глубокого и всестороннего анализа макроэкономических условий реализации денежно-кредитной политики на современном этапе, разработка основных направлений развития ее институциональных и инструментных характеристик и методологическое обеспечение нового режима. В нем сделана попытка предложить необходимый теоретический и методологический базис, представить статистический и аналитический материал, которые могли бы дать ответ на вопрос о том, в каком направлении следует развивать и совершенствовать денежно-кредитную политику Банка России.

Для достижения указанной цели диссертационное исследование проходило в два этапа. **На первом этапе**было очерчено проблемное поле современной денежной теории и практики в контексте формирования режима инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики. Проведенный анализ существующих теоретических наработок, начиная от формулировки политических целей и заканчивая конкретными параметрами операционного механизма центральных банков, продемонстрировал невозможность их прямого использования в практических целях. Помимо этого, имеющийся зарубежный опыт реализации режима инфляционного таргетирования не дает исчерпывающего ответа на вопрос о необходимости и возможности перехода России к новому режиму.

В этой связи **на втором этапе**диссертационной работы был проведен развернутый анализ методологических, макроэкономических и институциональных проблем введения в России режима инфляционного таргетирования. Исследование выделенных аспектов проводилось автором по трем направлениям. В первом были отражены ключевые методологические проблемы оценки показателей денежно-кредитной политики, необходимые для адекватного понимания и эффективного управления экономикой. Во втором - анализу были подвергнуты макроэкономические условия реализации монетарной политики в России. Показано, что функционирование механизма денежной трансмиссии накладывает ряд жестких ограничений на возможности центрального банка по контролю

инфляционных процессов в стране. И, наконец, третье направление исследования было посвящено анализу и проектированию институциональных основ нового режима с подробным описанием конкретных шагов по его эффективному введению.

Результаты исследования были получены посредством решения целого комплекса задач.

**Задачи диссертационного исследования**включают: **а**рассмотрение теоретических основ реализации денежно-кредитной политики и

возможностей их применения в текущих условиях российской экономики; **а**сравнительный анализ зарубежного опыта введения режима инфляционного

таргетирования и выбора его оптимальной формы;

исследование макроэкономических условий реализации денежно-кредитной политики в России и выделение каналов денежной трансмиссии;

выделение институциональных и инструментных характеристик, препятствующих реализации режима инфляционного таргетирования;

**а**разработку методологии оценки целевых, операционных и индикативных

показателей режима инфляционного таргетирования; **а**оценку фактических текущих приоритетов российских денежных властей и

проектирование дальнейшей приоритезации целей Банка России; **а**определение наиболее приемлемых параметров и формы проведения

инфляционного таргетирования в России.

В соответствии с поставленными задачами в работе представлены теоретические основы реализации режима инфляционного таргетирования, проведен сравнительный анализ этого режима с альтернативными правилами денежно-кредитной политики, показаны фундаментальные проблемы перехода к инфляционному таргетированию и предложены рекомендации по введению этого режима в России.

**Объектом диссертационного исследования**выступили текущие процессы в финансовом секторе экономики России и деятельность Банка России по реализации основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики.

**Предметом диссертационного исследования**является механизм разработки и реализации денежно-кредитной политики в условиях и перехода к режиму инфляционного таргетирования.

**Методологическая база диссертационного исследования**опирается на работы зарубежных и отечественных монетарных экономистов, заложивших теоретические обоснования и практические пути введения режима инфляционного таргетирования. К наиболее фундаментальным трудам следует отнести работы зарубежных профессоров

таких как А.Алесина, Б.Бернанке, Ф.Гиаваззи, Ч.Гудхарт, Б.ДеЛонг, Р.Дорнбуш, Д.Кохрейн, П.Кругман, Д.Кэмпбелл, Б.МакКаллум, Д.МакКинон, А.Мелцер, Ф.Мишкин, М.Обстфельд, Д.Риттер, К.Рогофф, Н.Рубини, Г.Рудебуш, Т.Саржент, Л.Свенссон, К.Симс, Д.Тобин, Т.Уолш, У.Шарп, Р.Шиллер, Б.Эйченгрин. Работы отечественных экономистов по денежно-кредитной политике включают труды Г.Белоглазовой, А.Белоусова, В.Бурлачкова, В.Добрынской, С.Дробышевского, А.Козловской, Л.Красавиной, О.Лаврушина, И. Ларионовой, Д.Левченко, В.Маневича, С.Моисеева, С.Пономаренко, О.Роговой, П.Трунина, С.Четверикова, Р.Энтова и др.

**Научная новизна диссертационного исследования**определяется разработкой концепции перехода к инфляционному таргетированию в условиях развивающейся экономики России и решением ряда вопросов, составляющих теоретическую основу для введения данного режима. Проведенное исследование основных теоретических положений денежной экономики и международного опыта смены монетарных режимов позволили выделить три ключевых направления анализа переходного процесса, формирующие следующие элементы научной новизны.

1. Методологическое обеспечение реализации режима инфляционного  
таргетирования в разрезе целевых, операционных и индикативных параметров, в  
том числе:

развитие подходов к построению индексов базовой инфляции для оценки внешней стоимости денег;

развитие подходов к построению эффективных валютных курсов для оценки внешней стоимости валюты;

2. Качественное выделение и количественное разделение реальных и ценовых  
эффектов механизма денежной трансмиссии с оценкой роли денежных шоков в  
обеспечении устойчивого и низкоинфляционного экономического роста, в том  
числе:

разработка концептуальной модели механизма денежной трансмиссии с выделением реальных и номинальных эффектов денежных шоков;

расширение курсового канала ценообразования на основе использования основных положений теории адаптивных ожиданий участников валютного рынка;

3. Системное описание макроэкономических и институциональных условий перехода  
к режиму инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики, в том  
числе:

модификация зарубежных подходов к оценке эффективности денежно-кредитной политики в условиях курсового управления и перехода к режиму инфляционного таргетирования;

теоретическое обоснование необходимости проведения «мягкой» формы инфляционного таргетирования;

формулировка комплексной системы мер, позволяющих обеспечить эффективную реализацию перехода к режиму инфляционного таргетирования. **Теоретическая значимость диссертационного исследования**состоит в

разработке теоретических положений, составляющих основу режима инфляционного таргетирования и включающих: концептуальные модели оценки стоимостных характеристик ключевых макроэкономических переменных, аналитические подходы к описанию механизма денежной трансмиссии и структурированию эффектов денежных шоков, количественные методы определения приоритетов денежных властей. В частности, теоретическую значимость составляют следующие результаты диссертационного исследования:

разработка новых стоимостных категорий;

повышение формализации макроэкономического подхода к определению инфляции;

развитие теории эффективных валютных курсов в части определения валютной корзины;

развитие теории денежной трансмиссии посредством разделения реальных и номинальных эффектов последствий денежных шоков, а также расширения курсового канала на основе теории адаптивных ожиданий;

развитие теории денежно-кредитной политики в части проектирования перехода к режиму инфляционного таргетирования.

**Практическая значимость диссертационного исследования**заключается в возможности использования полученных результатов в проведении и совершенствовании денежно-кредитной политики в России. Изложенные в работе предпосылки и направления перехода к режиму инфляционного таргетирования могут быть использованы в концептуальной формулировке и стратегическом планировании деятельности Банка России в части управления денежно-кредитной сферой и достижения целевых показателей макроэкономического развития. В частности, практическую значимость составляют следующие результаты диссертационного исследования:

адаптация зарубежных достижений в области введения и реализации режима инфляционного таргетирования для формирования условий перехода к этому режиму в России;

использование показателя внешней стоимости денег для оценки инфляционных последствий денежно-кредитной политики;

применение показателя внешней стоимости валюты для определения вклада отдельных валют в изменение их двусторонних курсов;

## Долгосрочные и краткосрочные цели ДКП

Конечной целью любого органа государственного управления является повышение благосостояния общества, и центральный банк здесь не исключение. Однако вопрос в том, каким путем достигается данная цель. В экономической литературе принято считать, что центральный банк вносит вклад в повышение благосостояния общества путем достижения устойчивых целевых макроэкономических параметров. Свенссон3 предлагает целевую функцию центрального банка, как функцию потерь общества в следствие отклонения темпов инфляции (л() и реального ВВП (Yt ) от своих целевых значений (я п Y - потенциальный ВВП), которую он должен минимизировать:

Как видно из данного выражения, для того, чтобы определить свою целевую функцию центральному банку необходимо определить 3 параметра: целевой уровень инфляции, потенциальный ВВП и коэффициент а. Последний параметр определяется относительной значимостью инфляции и ВВП для денежных властей. Если а = 0, то центральный банк придерживается жесткого инфляционного таргетирования. Если а = 1, то инфляции и ВВП придается одинаковый вес, что фактически соответствует таргетированию номинального дохода. При таргетировании номинального дохода целевым показателем является совокупный темп прироста уровня цен и ВВП ({п + Ду) ):

Ь,=0.5-[(я:,+);г-ум)-(я: + Ду) ]2 min (1.2)

где у - является логарифмом объема реального ВВП

В неявном виде при таргетировании номинального дохода и при любой а О функция Ц предполагает существование зависимости между инфляцией и экономическим ростом, возможности обмена между ними - повышение темпов инфляции можно компенсировать снижением экономического роста и наоборот.

Можно говорить о том, что жесткое инфляционное таргетирование и таргетирование номинального дохода представляют две крайние позиции для целевой функции центрального банка. Многие экономисты выступают за таргетирование номинального ВВП, среди них Холл - Мэнкью4, Мид5, Тобин6, Тэйлор7, МакКаллум8. Однако сегодня большинство центральных банков рассматривают стабильность цен основной целью денежно-кредитной политики. Во многих странах в законе о центральном банке стабильность цен зафиксирована как доминантная цель ДКП. К примеру, главной целью Европейского Центрального Банка постулируется поддержание стабильности уровня цен, при этом ЕЦБ должен поддерживать проводимую в ЕС экономическую политику, только если это не мешает главной цели9.

Примечательным исключением являются США. В законе о центральном банке этой страны постулируется, что главной долгосрочной целью ФРС является поддержание экономического роста на потенциальном уровне, так чтобы обеспечить максимальную занятость, стабильность цен и умеренные процентные ставки10.

Однако закон о центральном банке не всегда может специфицировать значимость темпа инфляции и роста ВВП в целевой функции денежных властей. Оценка коэффициента «должна основываться на реальных действиях центральных банков, на том как они в действительности реагируют на отклонения от цели темпов инфляции и ВВП. Впервые подобное исследование провел Тейлор11, оценивая действия ФРС за период с 1987-92 гг. Он построил функцию реакции реальных краткосрочных процентных ставок - операционный показатель, посредством которого ФРС проводила свою политику. В общем виде правило Тейлора выглядит следующим Где it - номинальная краткосрочная процентная ставка

R - средняя за период реальная краткосрочная процентная ставка

Как видно из данной зависимости, у и /? отражают веса, которые денежные власти придают в своей политики отклонению от цели инфляции и ВВП соответственно. При

этом — является аналогом коэффициента «из (1.1). Однако в правой части уравнения (1.3) отклонения темпов инфляции и ВВП от целевых показателей не возведены в квадрат. Это говорит о том, что в отличие от целевой функции (1.1), в правиле Тейлора большим отклонениям таргетируемых показателей не придается больше веса. Кроме того, это означает, что отклонения темпов инфляции в одну сторону может быть компенсировано отклонением ВВП в другую.

В предельном случае при равенстве J3 нулю можно говорить о том, что целевой функцией денежных властей является жесткое инфляционное таргетирование. Однако при

1 , говорить о таргетировании номинального дохода нельзя, так как функция связи здесь другая. Результатом построения Тейлором зависимости (1.3) для США за период с 1987-1992 гг. явилось следующее выражение:

», - =2 + 0.5-( -2) + 0.5-( Р) (1.4)

Равные коэффициенты данной зависимости означают, что в период с 1987 по 1992 гг. при средней реальной процентной ставке и целевом уровне инфляции в 2% ФРС придавала одинаковые веса отклонениям от таргетов инфляции и ВВП. При этом, как показал Тейлор, зависимость (1.4) объясняет поведение ФРС лучше, чем правило номинального дохода (1.2).

Однако ценность правила Тейлора не только в том, что оно эмпирически определяет веса инфляции и ВВП в целевой функции денежных властей. Еще более важно то, что правило Тейлора в явном виде представляет функцию реакции центрального банка на шоки в экономике, механизм возвращения системы в равновесное состояние.

В конце данного раздела будет рассмотрено теоретическое обоснование целевой функции центрального банка. Данный вопрос целесообразно рассматривать в долгосрочном и краткосрочном аспекте. При этом под долгосрочным периодом будет пониматься период времени, за который нивелируются шоки спроса и предложения. За последние 30 лет продолжительность экономических бумов и рецессии в развитых странах доходила до пяти-шести лет. Фактически это и является верхней границей для краткосрочного периода и нижней для долгосрочного.

## Монетарное таргетирование

Концепция режима монетарного таргетирования, базирующегося на количественной теории денег, была разработана монетаристами в 50-60 годах прошлого века, в первую очередь, - Фридменом1, Бруннером и Мелтцером2. Апробация режима монетарного таргетирования осуществлялась большинством развитых стран после краха Бреттон-вудской системы в 1973 году.

Режим монетарного таргетирования заключается в достижении целевого значения роста денежной массы, в качестве которой часто выбирается денежный агрегат МЗ. Концепция количественной теории денег предполагает следующее правило определения целевого значения данного таргета:

Как видно из правила (2.2), если темпы инфляции превышают нормативные или если рост ВВП выше потенциального, то это должно отразиться на текущем темпе роста денежного агрегата, который станет превышать целевой уровень МЗ . В этом случае, в соответствии с режимом монетарного таргетирования, денежные власти должны сократить рост денежной массы до целевого, что в среднесрочной перспективе приведет к восстановлению темпа инфляции и роста ВВП на желаемых уровнях. Если же в экономике наблюдается рецессия, то согласно правилу (2.2) центральный банк должен наоборот расширять денежную массу.

Однако правило (2.2) адекватно только для среднесрочной перспективы, которая покрывает промежуток в несколько лет. Только для такого периода времени спрос на деньги является стабильным и отклонения действительных темпов роста денежной массы от целевого всегда отражают инфляционное давление или рецессию. В краткосрочном же периоде из-за значительных колебаний денежной массы, которые не всегда обусловлены изменением показателей правой части уравнения (2.1), следование правилу (2.2) может привести к ошибкам.

Режим монетарного таргетирования не предполагает каких-то активных действий для компенсации краткосрочных шоков спроса и предложения, связанных с изменениями процентных ставок. Однако за счет поддержания постоянного роста денежной массы данный режим частично компенсирует их. Так, в случае негативного шока спроса на товарном рынке монетарное таргетирование приведет к понижению процентных ставок, что позитивно скажется на совокупном спросе, однако полной компенсации шока не произойдет. В случае же негативного шока предложения, монетарное таргетирование не предполагает в ответ никакого сдвига кривой совокупного спроса. Это является не самым плохим ответом, поскольку попытка снизить уровень цен за счет ограничительной денежной политики приведет к еще большему падению выпуска.

Последнее, что еще необходимо рассмотреть в концепции режима монетарного таргетирования, это механизм, с помощью которого денежные власти достигают желаемого уровня темпов роста денежной массы. В настоящее время большинством экономистов и практиков ДКП признано, что объем денежной массы эффективнее всего регулировать с помощью изменения процентных ставок. Правило, которое при этом применяется можно представить следующим образом

То есть при превышении роста денежной массы над целевым, денежные власти должны повысить процентную ставку и наоборот. Подобное регулирование денежной массы сталкивается с рядом проблем, связанных с недостатком информации о спросе и предложении на денежном рынке, которые обладают достаточной степенью нестабильности.

Интересно, что как показали многочисленные эконометрические расчеты, в том числе и в работе Коенен - Вега3, для денежной массы МЗ в качестве регулирующей ставки і, в действительности выступает спрэд долгосрочных и краткосрочных ставок. То есть направление эффекта от повышения краткосрочной ставки на денежный агрегат МЗ не ясно. Снижение МЗ при повышении краткосрочной ставки будет только в том случае, если долгосрочные ставки за счет сдвига кривой доходности возрастут еще больше, то есть спред между двумя этими ставками увеличится.

Однако подобная зависимость прослеживается не всегда. К примеру, Бундесбанк для того, чтобы снизить темп роста денежной массы, в период 1992-94 годов прибегал не к повышению, а к снижению краткосрочной процентной ставки.

## Методологические проблемы построения показателя базовой инфляции

Первые попытки корректировки традиционного показателя инфляции стали предприниматься достаточно давно, однако современная методологическая база оценки базовой инфляции сформировалась относительно недавно, и, в целом, находилась под сильным воздействием изменений режимов денежно-кредитной политики, эволюционировавших в направлении повышения роли инфляции как основной цели монетарного регулирования. Стремление центральных банков модифицировать стандартный показатель инфляции первоначально было направлено на исключение цен отдельных товаров и услуг из расчета индекса потребительских цен исходя из соображений их административного регулирования, и соответственно, неподконтрольной центральному банку природы их изменений, и чрезмерно волатильной динамики, свойственной для цен групп товаров, имеющих выраженный сезонный производственный цикл. В последующем, совокупность подходов и методов оценки базовой инфляции расширилась настолько, что возникла необходимость формулировки отдельного определения базовой инфляции для каждого из них.

К настоящему времени описание методов построения показателя базовой инфляции требует проведения их классификации, поскольку различия наблюдаются не только в используемой технологии расчета, но и в дефиниционных характеристиках оцениваемого показателя. Так, наряду с широкоизвестным термином «базовая инфляция» (underlying inflation), в методологии ее оценки получили распространение также понятия «центральной инфляции» (core inflation), «устойчивой инфляции» (permanent inflation), «обобщенной инфляции (generalized inflation) и другие. В этой связи, в настоящей работе предлагается провести двукритериальную классификацию, в которой первым критерием выступает структура исходных данных, необходимых для расчета индекса инфляции, а вторым - особенность технологии оценки.

Если показатель базовой инфляции строится на основе рядов цен отдельных товаров или товарных групп, то такой показатель по структуре исходных данных будет отнесен нами к классу элементных оценок, в противном случае, при использовании лишь индекса потребительских цен соответствующие методы будут объединены нами в класс агрегированных подходов. В части разграничения методов определения базовой инфляции по технологии оценки можно говорить о наличии двух групп, первая из которых - техническая - предполагает применение исключительно ценовых рядов товаров или товарных групп, в том числе индекса потребительских цен, а вторая -фундаментальная - задействует также ряды других макроэкономических показателей и накладывает требования определенной связи между ними. Вся совокупность методов в разбивке на выделенные группы представлена в табл. 3.1.

Одним из исторически первых разработанных и наиболее широко распространных ныне подходов является класс технических элементных методов оценки базовой Индекс цен вида (3.8) представляет собой среднюю арифметическую и был впервые предложен Джевонсом в 1865 году17. Согласно подходу Джевонса, определение инфляции требует рассмотрения ценовой динамики как можно большего числа товаров, цены которых необходимо учитывать в индексе с одинаковым весом. В итоге, знаменитый индекс Джевонса в отличие от индекса Карли приобрел вид геометрической средней, взвешивающий динамику цен п товаров с весами, равными 1/п.

Равное взвешивание изменений цен всех товаров и услуг, участвующих в расчете базовой инфляции, несмотря на очевидные достоинства (например, простота расчета), сопряжено с необходимостью соблюдения условий (3.6) и (3.7), которые на практике не выполняются даже приближенно. Следует принимать во внимание не только возможность наличия постоянной составляющей в динамике цены высоковолатильного товара, но и его низкую информационную мощность для получения оценки базовой инфляции.

Последнее свойство индекса Джевонса Диверт именовал «роковой ошибкой» , последствия которой приводят к неэффективности получаемых оценок. В целом, оценка базовой инфляции на основе выделения общего компонента ценовой динамики в соответствии с выражением (3.8) связана с наличием четырех проблем:

1) динамика относительных цен товаров и услуг, входящих в индекс базовой инфляции, имеет постоянную составляющую, что приводит к нарушению условия (3.6);

2) относительные цены товаров и услуг, входящих в индекс базовой инфляции, имеют разный уровень волатильности, что приводит к нарушению условия (3.7);

3) относительные цены товаров и услуг, входящих в индекс базовой инфляции, взаимосвязаны между собой, что также приводит к нарушению условия (3.7);инфляции (TEA), основанных на эксплицитном выделении ценовых элементов, подверженных воздействию денежно-кредитной политики. Эта группа в наибольшей степени соответствует цели деятельности центрального банка и позволяет проводить оценку ее достижимости с минимальным уровнем методологического усложнения и, соответственно, общественного неприятия. По этой причине в классификации Апель -Джансон1 совокупность технических элементных методов оценки базовой инфляции была названа «взглядом центрального банка» (the central-bank view) и охарактеризована как наиболее практически ориентированная методология. В настоящей работе будет рассмотрен лишь данный класс методов, а остальные подходы могут выступить предметом будущих исследований.