



Таргетированию инфляции исполняется 20 лет

Скотт Роджер

ДВА десятилетия тому назад Новая Зеландия приняла новый подход к проведению денежно-кредитной политики, основанный на достижении определенного целевого показателя инфляции. Новым в этом подходе было то, что государство принимало четкое обязательство осуществлять контроль над инфляцией в качестве главной цели своей политики и основной упор делался на прозрачности политики и подотчетности.

Сегодня 26 стран применяют таргетирование инфляции, и приблизительно половину из них составляют страны с формирующимся рынком или страны с низкими доходами (см. таблицу). Кроме того, несколько центральных банков в странах с более развитой экономикой — включая Европейский центральный банк, Федеральную резервную систему США, Банк Японии и Швейцарский национальный банк — приняли многие из основных элементов таргетирования инфляции, а ряд других находятся в процессе перехода к таргетированию.

В данной статье рассматривается то, какие успехи были достигнуты за последние 20 лет странами, применяющими таргетирование инфляции, в том числе во время шока цен на биржевые товары 2006–2008 годов и глобального финансового кризиса, начавшегося в 2007 году. В ней также отмечается ряд особо важных проблем, с которыми, вероятно, столкнутся страны, применяющие таргетирование инфляции, в течение следующих нескольких лет.

Система таргетирования инфляции

С самого начала системы таргетирования инфляции включали следующие четыре основных элемента (Mishkin, 2004; и Heenan, Peter, and Roger, 2006):

- четкие полномочия центрального банка установить стабильность цен в качестве главной цели денежно-кредитной политики, а также высокая степень его операционной автономии;
- четкие количественные целевые показатели инфляции;
- подотчетность центрального банка за достижение целей по инфляции, главным образом на основании высоко прозрачных требований к стратегии и реализации политики; а также
- подход к проведению политики, основанный на перспективных оценках инфляционного давления, принимая во внимание широкий диапазон информации.

Эти элементы отражают ту теорию и опыт, согласно которым центральные банки не могут последовательно ставить и достигать множественных целей, таких как низкая инфляция и низкий уровень безработицы, используя только один базовый инструмент — ставку интервенции (например, процентную ставку по федеральным фондам в Соединенных Штатах или банковскую ставку в Соединенном Королевстве). Эти элементы также служат признанием того, что в долгосрочной перспективе денежно-кредитная политика может влиять на номинальные, но не реальные (скорректированные по инфляции) переменные; высокая инфляция препятствует экономическому росту и справедливому распределению дохода; а ожидания и доверие существенно влияют на эффективность денежно-кредитной политики.

По мере накопления опыта, а также с принятием системы таргетирования инфляции странами с формирующимся рынком она имела тенденцию к развитию в двух особо важных направлениях. Во-первых, происходило *постепенное усиление прозрачности политики и информации о ней* как ключевого способа обеспечения подотчетности перед обществом, которая подкрепляет операционную независимость центральных банков и помогает фиксировать инфляционные ожидания. Основные способы, с помощью которых центральные банки информируют о

Все большее число стран с успехом применяет определенный темп роста инфляции в качестве главной цели своей денежно-кредитной политики

своих целевых показателей, включают отчеты по инфляции и денежно-кредитной политике, публикуемые от двух до четырех раз в год, публичные заявления о совещаниях, посвященных определению политики, и иногда публикацию стенографических отчетов о совещаниях, на которых принимаются решения по вопросам политики. Старшие должностные лица центральных банков также докладывают о своей работе перед законодательными органами. В целом центральные банки стали более активно применять значительно более широкий диапазон мероприятий по информированию общественности, чем в прошлом.

Во-вторых, центральные банки обычно применяют гибкую форму таргетирования инфляции. Вместо того чтобы концентрировать усилия на постоянном соблюдении целевого показателя инфляции, основное внимание в рамках такого подхода уделяется достижению целевого показателя в среднесрочной перспективе, обычно за период в два или три года. Это позволяет проводить политику, включающую другие задачи на краткосрочную перспективу, в частности сглаживание темпов роста выпуска продукции. Однако возможности для центрального банка сохранять гибкость зависят от того, насколько прочно зафиксированы среднесрочные инфляционные ожидания. А это зависит, по крайней мере частично, от демонстрируемых им положительных результатов сдерживания роста инфляции.

Что можно сказать об альтернативных подходах?

Естественно напрашивается вопрос, были ли макроэкономические показатели при таргетировании инфляции столь

же или более высокими, чем при альтернативных подходах к политике, таких как таргетирование роста денежной массы, привязка обменного курса или применение «эклектичных» систем, преследующих множественные цели. Поскольку невозможно напрямую сравнить показатели одной страны при двух различных режимах политики в один и тот же период, сравнения были сделаны между схожими странами, применяющими разные подходы.

На рисунках 1 и 2 сравниваются показатели инфляции и выпуска продукции в странах, применяющих таргетирование инфляции, до и после введения в них таргетирования инфляции, со странами, которые в тот же период не применяли таргетирования инфляции. Для стран с таргетированием инфляции средняя дата его введения приходится на начало 2001 года,

Целевые показатели инфляции

Таргетирование инфляции применяется в 26 странах, которые используют индекс потребительских цен в качестве целевого показателя денежно-кредитной политики. Еще три страны — Финляндия, Словацкая Республика и Испания — вводили таргетирование инфляции, но отказались от него с переходом на евро.

Страна	Дата введения таргетирования инфляции	Уровень инфляции на дату введения	Средний уровень инфляции 2009 года	Целевой уровень инфляции
Новая Зеландия	1990	3,3	0,8	1 – 3
Канада	1991	6,9	0,3	2 +/- 1
Соединенное Королевство	1992	4,0	2,2	2 +/- 1
Швеция	1993	1,8	-0,3	2 +/- 1
Австралия	1993	2,0	1,9	2 – 3
Чешская республика	1997	6,8	1,0	3 +/- 1
Израиль	1997	8,1	3,3	2 +/- 1
Польша	1998	10,6	3,8	2,5 +/- 1
Бразилия	1999	3,3	4,9	4,5 +/- 2
Чили	1999	3,2	1,5	3 +/- 1
Колумбия	1999	9,3	4,2	2 – 4
Южная Африка	2000	2,6	7,1	3 – 6
Таиланд	2000	0,8	-0,9	0,5 – 3
Корея	2001	2,9	2,8	3 +/- 1
Мексика	2001	9,0	5,3	3 +/- 1
Исландия	2001	4,1	12,0	2,5 +/- 1,5
Норвегия	2001	3,6	2,2	2,5 +/- 1
Венгрия	2001	10,8	4,2	3 +/- 1
Перу	2002	-0,1	2,9	2 +/- 1
Филиппины	2002	4,5	1,6	4,5 +/- 1
Гватемала	2005	9,2	1,8	5 +/- 1
Индонезия	2005	7,4	4,6	4 – 6
Румыния	2005	9,3	5,6	3,5 +/- 1
Турция	2006	7,7	6,3	6,5 +/- 1
Сербия	2006	10,8	7,8	4 – 8
Гана	2007	10,5	19,3	14,5 +/- 1

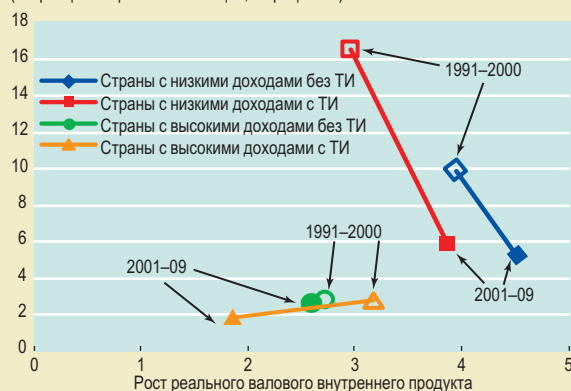
Источник: подборка данных автора.

Рисунок 1

Показатели инфляции и экономического роста

Хотя показатели инфляции и экономического роста улучшились в большинстве стран между периодами 1991–2000 и 2001–2009 годов, страны с таргетированием инфляции (ТИ) добились больших успехов.

(Инфляция потребительских цен, в процентах)



Источник: расчеты автора.

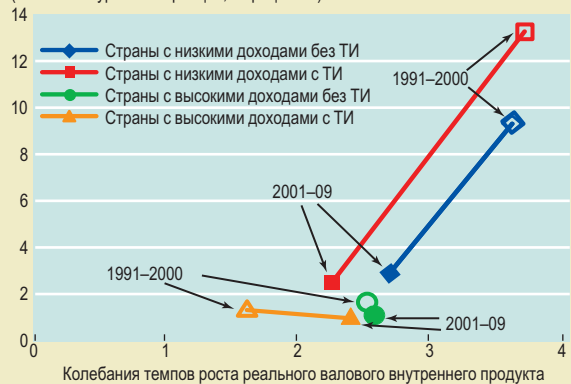
Примечание. Незаштрихованные значки относятся к периоду 1991–2000 годов, а заштрихованные значки — к периоду 2001–2009 годов. Прямые линии отображают направление изменений между периодами для четырех групп стран.

Рисунок 2

Сглаживание выпуска продукции и инфляции

Колебания как уровня инфляции, так и темпов экономического роста были менее волатильными в период 2001–2009 годов, чем в период 1991–2000 годов, но уменьшение волатильности было более сильным в странах с таргетированием инфляции (ТИ).

(Колебания уровня инфляции, в процентах)



Источник: расчеты автора.

Примечание. Незаштрихованные значки относятся к периоду 1991–2000 годов, а заштрихованные значки — к периоду 2001–2009 годов. Прямые линии отображают направление изменения колебаний между периодами для четырех групп стран.

и поэтому в качестве сравнительных периодов для стран без таргетирования инфляции были приняты периоды 1991–2000 годов и 2001–2009 годов.

Полученные сведения указывают на следующее.

- Страны с низкими доходами, применяющие и не применяющие таргетирование инфляции, испытали существенное понижение уровня инфляции и повышение темпов экономического роста. Хотя страны без таргетирования инфляции продолжали иметь более низкий уровень инфляции и более высокие темпы экономического роста, чем страны с таргетированием инфляции, те страны, которые приняли таргетирование инфляции, добились большего улучшения показателей.

- Страны с низкими доходами, применяющие и не применяющие таргетирование инфляции, также испытали существенное снижение волатильности инфляции и выпуска продукции, и страны, которые приняли таргетирование инфляции, добились большего понижения волатильности, особенно волатильности инфляции.

- В числе стран с высокими доходами страны с таргетированием инфляции демонстрировали в среднем небольшие изменения показателей между двумя периодами, в то время как страны без таргетирования инфляции, как правило, испытывали снижение темпов экономического роста. Аналогичным образом, страны с таргетированием инфляции имели небольшие изменения волатильности выпуска продукции или инфляции между этими двумя периодами, а страны без таргетирования инфляции испытывали большую волатильность выпуска продукции.

Безусловно, принятие таргетирования инфляции, возможно, не полностью объясняет улучшение относительных показателей, так как многие страны вводили таргетирование инфляции именно в рамках более широких структурных реформ и реформ политики. Тем не менее, более детальные исследования в целом также показывают, что при сопоставлении схожих по остальным параметрам стран с формирующимся рынком за те же периоды времени ключевые макроэкономические переменные, такие как инфляция и выпуск продукции, оказываются лучше в странах с таргетированием инфляции, нежели в странах без него. Например, в исследовании, приводившемся в публикации МВФ «Перспективы развития мировой экономики» за сентябрь 2005 года, был сделан вывод о том, что в период с 1990 по 2004 годы с принятием таргетирования инфляции было связано понижение среднего уровня инфляции на 4,8 процентного пункта в сравнении с другими режимами денежно-кредитной политики. Кроме того, с таргетированием инфляции было связано понижение на 3,6 процентного пункта изменчивости инфляции в сравнении с другими стратегиями.

Устойчивость таргетирования инфляции

Особое значение, с учетом имевших место в последние три года глобальных всплесков цен на биржевые товары и финансовых шоков, имеет то, является ли режим таргетирования инфляции более устойчивым к шокам, чем другие формы политики. В течение большей части периода со времени широкого внедрения таргетирования инфляции глобальные макроэкономические условия были благоприятными в сравнении с более ранними периодами. Таким образом, имеются только ограниченные свидетельства того, что метод таргетирования инфляции позволяет смягчать серьезные шоки.

Страны с таргетированием инфляции, как представляется, более успешно справились с минимизацией инфляционных последствий всплеска цен на биржевые товары 2007 года (Habermeier and others, 2009). Этот ценовой шок привел к повышению инфляции и снижению темпов роста в большинстве стран в период между 2006 и 2008 годами. Однако в числе стран с низкими доходами страны без таргетирования инфляции испытали более сильное повышение инфляции, чем страны с таргетированием инфляции, в то время как темпы роста их валового внутреннего продукта понизились на

схожую величину. В числе стран с высокими доходами страны с таргетированием инфляции демонстрировали меньшее сокращение темпов роста, чем страны без него, а также несколько меньшее повышение инфляции.

Эти результаты согласуются с представлением о том, что инфляционные ожидания более прочно фиксированы в странах, которые принимают таргетирование инфляции, и власти этих стран уделяют большее внимание сдерживанию инфляции от резкого роста. Однако прежде чем делать какие-либо окончательные выводы, необходимо провести более детальный анализ, с тем чтобы отделить влияние таргетирования от других факторов, воздействующих на рост и инфляцию.

Глобальный финансовый кризис, начавшийся в середине 2007 года, продолжается, и поэтому еще рано судить о том, насколько более успешно страны с таргетированием инфляции справились с худшим из глобальных экономических и финансовых спадов со времен Великой депрессии. Безусловно, некоторые из стран с таргетированием инфляции были в числе наиболее сильно пострадавших от кризиса, и некоторыми из них были приняты программы, поддерживаемые ресурсами МВФ (Венгрия, Исландия, Румыния и Сербия). Однако не очевидно, что таргетирование инфляции сделало эти страны более чувствительными к кризисам, как и то, что спад в этих странах был более сильным, чем в сопоставимых странах с другими режимами политики.

Макроэкономические прогнозы показывают, что страны с таргетированием инфляции, возможно, в меньшей степени пострадали от финансового кризиса (см. рис. 3). Согласно январскому выпуску *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) 2010 года, средние темпы экономического роста всех стран в период 2009–2010 годов, как ожидается, сократятся до значительно более низкого уровня, чем типичные темпы роста в период 2001–2008 годов. Однако среди стран с формирующимся рынком страны без таргетирования инфляции, как ожидается, в целом испытают более сильное понижение темпов, чем страны с таргетированием инфляции, относительно среднего докризисного уровня. Среди стран с высокими доходами ожидается обратное: темпы роста сильнее сократятся среди стран с таргетированием инфляции, чем стран без таргетирования инфляции. Во всех странах с таргетированием инфляции ожидается понижение уровня инфляции. В стра-

Рисунок 3

Смягчение последствий финансового кризиса

Макроэкономические прогнозы показывают, что страны с таргетированием инфляции в меньшей степени пострадали от глобального экономического кризиса, чем другие страны.

(Инфляция потребительских цен, в процентах)



Источник: Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, January 2010.

Примечание. Незаштрихованные значения относятся к периоду 1991–2000 годов, а заштрихованные значения — к периоду 2001–2009 годов. Прямые линии отображают направление изменений между фактическими показателями и прогнозами для четырех групп стран.

нах без таргетирования инфляции, напротив, как ожидается, инфляция превысит докризисные уровни.

Будущее таргетирования инфляции

Имеющиеся свидетельства показывают, что таргетирование инфляции успешно применяется в широком диапазоне стран и обстоятельств. В этой связи то беспокойство, которое было выражено рядом крупных центральных банков по поводу недавнего предложения главного экономиста МВФ Оливье Бланшара повысить целевые показатели инфляции, с тем чтобы центральные банки имели большие возможности для снижения процентных ставок в случае сильного экономического спада, указывает на то, что таргетирование инфляции будет продолжено. Однако его основа неизбежно будет видоизменяться в соответствии с тем, как будут извлечены новые уроки из опыта таргетирования инфляции, в частности, по мере его адаптации к потребностям развивающихся стран. Особо следует выделить два вопроса.

- В случае многих стран с открытой экономикой, которые приняли или рассматривают возможность принятия таргетирования инфляции, ведутся дискуссии о том, какова роль обменного курса в контексте таргетирования инфляции.

- Перед всеми центральными банками, в том числе осуществляющими таргетирование инфляции, встает вопрос о том, как согласовать их обязанности и цели в области денежно-кредитной политики с их обязанностью обеспечивать и поддерживать стабильность финансовой системы.

До сих пор было принято считать, что центральные банки, осуществляющие таргетирование инфляции, должны реагировать на изменения обменного курса только в том случае, если они сказываются на перспективах изменения инфляции и выпуска продукции — например, снижение курса валюты может сделать экспорт более дешевым, что будет стимулировать выпуск продукции, но в то же время усиливать инфляцию, — а не систематически сдерживать подвижки обменного курса. Однако совсем недавний анализ показывает, что систематическое противодействие определенной динамике обменного курса может быть оправдано в некоторых обстоятельствах. Например, в странах с высоким долгом в иностранной валюте изменения обменного курса будут сильно влиять на финансовый баланс должников. Поэтому уменьшение изменений обменного курса может помочь стабилизировать выпуск продукции и инфляцию (Mogón and Winkelried, 2005; и Roger, Restrepo, and Garcia, 2009). Перед разработчиками политики стоит трудная задача, связанная с тем, что они должны следить, чтобы цели в отношении обменного курса оставались подчиненными целям в отношении инфляции и сдерживание изменений обменного курса не подрывало бы доверия к основе таргетирования инфляции.

Глобальный финансовый кризис также заставляет переоценить взаимосвязи между денежно-кредитной политикой и мерами политики, нацеленными на финансовую стабильность. В частности, встает вопрос, аналогичный вопросу о роли обменного курса: должна ли денежно-кредитная политика напрямую реагировать на потенциальные риски для финансовой стабильности — такие как быстрый рост кредитования, цен на имущество или стоимости активов на фондовой бирже — или только в той мере, в какой они сказываются на перспективах изменения инфляции и экономического роста?

Как минимум, кризис указал на необходимость уделять большее внимание взаимодействию реальной экономики товаров и услуг с финансовой экономикой. В базовых макроэкономических моделях, которые используют центральные банки для целей анализа денежно-кредитной политики и составления прогнозов, недостаточно представлены финансовый сектор, порядок определения цен на ключевые активы, например цен на акции и имущество, и взаимодействие между финансовым сектором и секторами домашних хозяйств и корпораций. Не учитывают эти модели и взаимодействия

внутри финансового сектора. Устранение этих недостатков будет нелегким, но необходимым, с тем чтобы финансовые изменения могли быть более полно интегрированы в анализ политики и составление прогнозов.

Ключевой вопрос состоит в том, должны ли центральные банки использовать денежно-кредитную политику в дополнение к мерам пруденциальной политики и напрямую и систематически реагировать на показатели финансовой стабильности, такие как цены на жилье. Как и в случае с реакцией на изменения обменного курса, это может быть полезно в некоторых случаях, но не во всех, а поскольку перед центральным банком встают дополнительные задачи, это может подорвать доверие к его приверженности целям по инфляции. Эта область нуждается в изучении, и, в частности, необходимо определить, какие финансовые показатели следует принимать во внимание и как центральный банк должен реагировать на них.

Другой возможный вариант заключается в том, чтобы расширить горизонт таргетирования инфляции, с тем чтобы можно было учитывать долгосрочные инфляционные риски, связанные с циклами цен на активы (Borio and Lowe, 2002). Преимущество этого подхода состоит в том, что он является менее механическим, чем прямое реагирование на цены на активы или другие показатели финансовой стабильности. Тем не менее, существуют практические трудности. В частности, для удлинения горизонта прогнозирования необходимо также улучшить возможности центральных банков по составлению средне- и долгосрочных прогнозов. Кроме того, встают вопросы, связанные с выбором времени для принятия мер против резкого вздувания цен на активы (Bean, 2004). Необходимо будет также усилить информирование общественности о политике центрального банка, с тем чтобы обеспечить дальнейшее доверие его долгосрочной приверженности низкой и стабильной инфляции. ■

Скотт Роджер — старший экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Литература:

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 14–18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts (January)*.
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 09/1* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06/278* (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook* (Washington, September).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, pp. 23–51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09/234* (Washington: International Monetary Fund).