

## ПЕРСПЕКТИВЫ ПЕРЕХОДА К РЕЖИМУ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

**Н.В. Лузгин,**

*кандидат экономических наук,*

**Н.В. Годес,**

*экономист (г. Минск)*

Режим инфляционного таргетирования как альтернатива другим вариантам проведения денежно-кредитной политики появился в начале 90-х годов XX в. С тех пор число стран, которые используют этот режим, постоянно растет. Эта тенденция наблюдается как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками. В 2005 г., по данным МВФ, инфляционное таргетирование (ИТ) в той или иной форме применяли 23 страны, в том числе 7 индустриальных и 16 – с зарождающимися рынками. Первыми среди индустриальных стран (в 1991–1993 гг.) ввели инфляционное таргетирование Новая Зеландия, Канада, Великобритания и Швеция. Среди второй группы стран пионерами стали Израиль, Чешская Республика, Польша, Бразилия, Чили и Колумбия, которые перешли на инфляционное таргетирование в 1997–1999 гг. [1. С. 4]. Несколько иная оценка распространенности инфляционного таргетирования приведена А. Ангерисом и Ф. Арестисом из Кембриджского университета, которые со ссылкой на Стерна пишут, что ИТ в 1998 г. применяли в той или иной форме 54 страны [2. С. 2] (в то время как по данным МВФ в 1998 г. таких стран было только 11).

Такое несовпадение в оценках вызвано двумя причинами. Во-первых, информация МВФ ограничена официальными данными, а независимые исследователи применяют иные критерии. Вторая причина связана с расхождением в понимании определения инфляционного таргетирования. Наиболее общим определением режима инфляционного таргетирования является достижение стабильности цен как основной цели денежно-кредитной политики

путем использования в качестве номинального якоря целевых показателей инфляции как минимум на среднесрочный период. Однако на практике различают несколько его форм или типов, для выделения которых служат чаще всего полнота режима, степень его жесткости и однородности, а также явное или неявное использование режима ИТ. В частности, некоторые развитые страны, например США и Германия, явно не объявляют среднесрочные цели по инфляции и не всегда выполняют критерии открытости, но фактически по большинству критериев могут быть отнесены к странам с режимом инфляционного таргетирования.

В настоящее время инфляционное таргетирование становится преобладающим режимом денежно-кредитной политики в мире, так как к переходу на него готовятся многие страны. Например, об этом заявили власти более половины из 88 неиндустриальных стран [3. С. 21]. По оценке МВФ, кандидатами на переход к инфляционному таргетированию являются 36 стран. Отметим, что Беларусь в 2006 г. была включена МВФ в группу долгосрочных – более 5 лет – кандидатов [1. С. 4].

Распространение режима инфляционного таргетирования (РИТ), по нашему мнению, вызвано совокупным действием нескольких причин. Прежде всего, это собственно эффективность режима, которая является результатом системной, сознательной и целенаправленной институционализации монетарной политики в отличие от предшествующей практики управления инфляцией на основе использования классических инструментов и ситуативных ре-

шений центрального банка. Другой причиной стала неспособность многих стран, в том числе развитых, снизить уровень инфляции другими способами. Так, по мнению экспертов МВФ, в большинстве случаев переход на инфляционное таргетирование был вызван реакцией на трудности при проведении денежно-кредитной политики с использованием привязки обменного курса или денежных агрегатов в качестве промежуточных целей [1. С. 4].

Немаловажно учитывать также влияние общемировой тенденции снижения уровня и волатильности инфляции примерно с 5–13% в 70-е годы прошлого века до 2–4% после 1996 г. (рис. 1). Причем эта тенденция характерна как для развитых, так и развивающихся стран и является результатом, по-видимому, не только успешного распространения РИТ.

В течение последних десяти лет средний показатель уровня инфляции в США составил 2,6%, во Франции и Великобритании – по 1,9, Германии – 1,7, Италии – 2,4, Канаде – 2,2%. Для стран с развивающейся экономикой высокие темпы роста цен тоже не характерны: средняя годовая

инфляция за 2000–2009 гг. в Китае составила 2%, Индии – 5,2, Бразилии – 6,9, Малайзии – 2,2%. В России, Украине, Казахстане и Беларуси инфляция в среднем превышала 10% (рис. 2).

Тенденция снижения инфляции и распространения инфляционного таргетирования ставит вопрос о целесообразности использования рассматриваемого режима в нашей стране. Тем более что данная проблема анализируется относительно недавно (см. например, [3; 5]). При этом высказывается мнение о неготовности к переходу на полноценный режим инфляционного таргетирования и предлагается одновременное сохранение обменного курса и денежной массы в качестве важнейших инструментов монетарной политики [5. С. 34].

По нашему мнению, при этом не всегда в достаточной мере учитываются накопленный опыт применения РИТ, факт его использования странами с различными стартовыми условиями, возможные изменения условий внешнеэкономического регулирования и цели, с которыми осуществляется переход к данному режиму. Кроме того, необходимо разделять проблемы це-

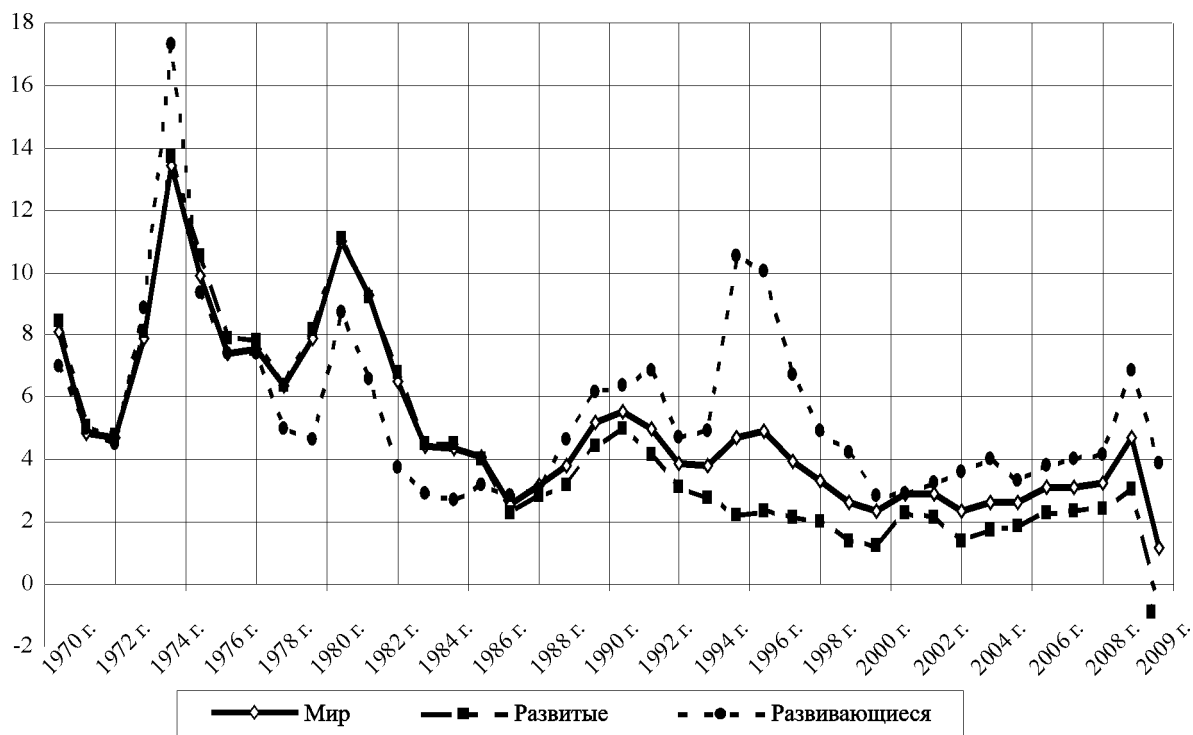


Рис. 1. Темпы инфляции по ИПЦ в мире, развитых и развивающихся странах, %.

Источник. Построено по данным [4].

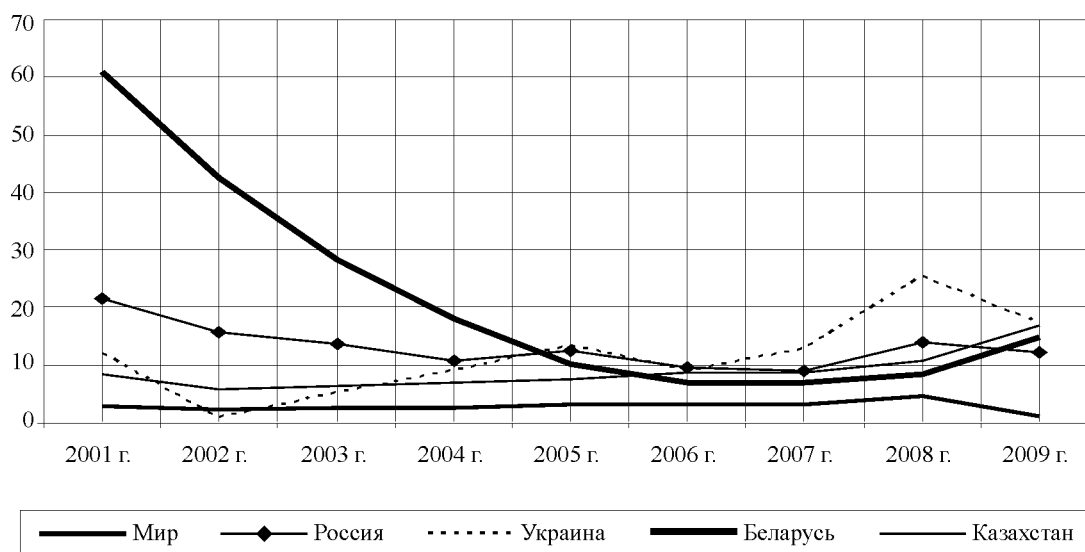


Рис. 2. Темпы инфляции по ИПЦ в России, Украине, Казахстане и Беларуси, %.  
 Источник. Построено по данным [4].

лесообразности перехода в инфляционному таргетированию и готовности к переходу с точки зрения его адекватности используемым принципам экономического регулирования.

Рассматривая указанную проблему, следует, по нашему мнению, обратить внимание на то, что само понятие режима денежно-кредитной политики получило распространение в один период с началом перехода к инфляционному таргетированию. В связи с этим при анализе любых проблем монетарного регулирования необходимо четкое понимание сути и содержания режима денежно-кредитной политики и образующих его элементов.

В настоящее время сложилось достаточно устойчивое понимание режима [20], или типа, вида, варианта монетарной политики (хотя термин «режим», по нашему мнению, более точно передает суть явления, так как корреспондирует с названиями используемых на практике режимов, в том числе режима валютного курса, и с термином «таргетирование»).

На практике все режимы монетарной политики направлены на изменение денежного агрегата M0, а различия между ними состоят в выборе целевых переменных и инструментов, которые денежные власти используют для достижения своих целей. В настоящее время выделяют режимы ин-

фляционного таргетирования, таргетирования уровня цен, денежных агрегатов, обменного курса, а также золотой стандарт и смешанный режим.

При режиме инфляционного таргетирования целью является удержание в заданном диапазоне конкретного показателя инфляции, чаще всего индекса потребительских цен. Это достигается за счет периодических корректировок процентной ставки центрального банка, как правило межбанковской, которая периодически или по мере необходимости пересматривается исходя из прогноза тенденций экономического развития. По нашему мнению, такой подход является разумным и естественным, поскольку мировой опыт свидетельствует о том, что за счет мер денежной политики нельзя в долгосрочной перспективе ускорить экономический рост и единственный параметр, на который можно повлиять при помощи денежной политики, это инфляция.

Монетарное таргетирование (или таргетирование денежных агрегатов) основано на достижении стабильности цен путем контроля со стороны центрального банка за одним из денежных агрегатов. Целевые значения определяются на основе прогнозируемого роста ВВП и других параметров. Главное преимущество режима таргетирования денежных агрегатов состоит в воз-

возможности проведения центральным банком независимой монетарной политики.

Основная слабость данного режима состоит в неустойчивости соотношения показателей динамики денежных агрегатов и характеристик целевых переменных. Кроме того, центральный банк имеет возможность в большей мере контролировать узкие агрегаты (M0, денежная база), тогда как динамика изменения денежной массы (M2 или M3) зависит от деятельности многих экономических агентов. Наряду с этим, между воздействием на избранный денежный агрегат и инфляцией существует значительный и неопределенный временной лаг. Данные связи в условиях финансовых инноваций, компьютеризации рынка и глобализации становятся более волатильными и трудно предсказуемыми. Это и стало причиной отказа от использования таргетирования денежных агрегатов многими странами, в частности США, Великобританией и Канадой.

Режим *таргетирования обменного курса* означает привязку курса национальной валюты к валюте страны или группы стран с низким уровнем инфляции. Условиями успешного применения таргетирования на основе обменного курса являются проведение макроэкономической политики, обеспечивающей низкую разницу темпов инфляции относительно страны-якоря, достаточный уровень международных резервов, а в среднесрочном плане – поддержание конкурентоспособности и доверия к стране, включая институциональную и правовую инфраструктуру и политическую стабильность.

Таргетирование на основе обменного курса реализуется в нескольких вариантах: фиксация курса национальной валюты к валюте одной или нескольких стран, свободное плавание обменного курса в пределах установленного коридора, контролируемая плавная девальвация обменного курса, «скользящая фиксация», валютный коридор. Валютный курс влияет на уровень инфляции главным образом через экспортные и импортные цены. Антиинфляционные возможности режима фиксированного курса ограничены вследствие изменчивости внешнеэкономической конъюнктуры, опасности спекулятивных атак на нацио-

нальную валюту, а также в связи с расхождением целей монетарной политики страны и стран-якорей. В условиях экономического роста и притока капитала фиксация валютного курса при росте внутренних цен ведет к переоценке валюты и росту инфляции. При применении режима таргетирования обменного курса важна идентификация проблем экономики страны.

В последние годы начала дискутироваться возможность перехода на *режим таргетирования уровня цен* (price-level-path targeting – PLPT), точнее траектории уровня цен. Научная оценка этого режима и возможностей перехода к нему дана, в частности, в работе «Почему уровень цен в Канаде так предсказуем?» (2008 г.) [6]. Его авторы проводят следующее различие между таргетированием инфляции и уровня цен. При ИТ центральный банк стремится плавно вернуть темпы инфляции к цели без учета исторических значений отклонений инфляции. В результате траектория инфляции, возможно, никогда не пересечет целевой показатель, а может постепенно к нему приближаться сверху или снизу. Хотя уровень инфляции будет стационарным, уровень цен будет колебаться и «дрейфовать». В отличие от этого инфляция при PLPT зависит не только от уровня инфляции в настоящее время по отношению к цели, но также и от темпов инфляции в прошлом. Если уровень инфляции и уровень цен первоначально соответствуют целям, а затем шок толкает инфляцию вверх, то денежно-кредитная политика должна снизить уровень инфляции ниже ее долгосрочного целевого значения в течение некоторого периода таким образом, чтобы уровень цен приближался к цели и его колебания были ограничены [6. С. 5].

Наряду с рассмотренными выше таргетируемыми режимами, т. е. такими, когда Центральный банк увязывает избираемый им целевой параметр со средствами достижения установленной цели и механизмом реализации денежно-кредитной политики, имеются и другие варианты монетарной политики – золотого стандарта, без явного номинального якоря.

Монетарный режим без явного номинального якоря (monetary policy with an

implicit but not an explicit nominal anchor) означает управление на основе некоторой номинальной переменной, которая определена центральным банком без какого-либо объявленного параметра или критерия. Этот режим дает центральному банку значительную автономию, так как органы монетарного регулирования не принимают на себя каких-либо обязательств по достижению конкретных значений номинальных показателей (обменного курса, уровня инфляции, темпов роста денежных агрегатов). В то же время, объявляя лишь долгосрочные цели (стабильный рост экономики, высокая занятость населения, низкая инфляция), центральный банк устанавливает для себя промежуточные ориентиры. Предпосылкой для успешной реализации режима является высокое доверие к центральному банку, основанное на длительной истории успехов в достижении ценовой стабильности.

Ушедший в прошлое режим золотого стандарта представляет собой систему, при которой цена национальной валюты выражается в единицах золота и поддерживается на постоянном уровне путем ежедневной покупки и продажи валюты. Его основными преимуществами были простота и прозрачность. Золотой стандарт может рассматриваться как частный случай политики фиксированного обменного курса, а цена на золото – как особый тип товарных цен.

Понимание режимов монетарной политики было бы, по нашему мнению, неполным без учета изменения и усложнения механизмов реализации денежно-кредитной политики в последние десятилетия, особенно с началом перехода многих стран на режим инфляционного таргетирования. Поэтому целесообразно рассмотреть основные элементы режима монетарной политики, что будет полезным для обеспечения системности анализа денежно-кредитной политики и, что особенно важно, для идентификации фактически используемых режимов и определения направлений корректировки или реформирования режима.

Сравнительный анализ различных режимов монетарной политики позволяет выделить следующие их элементы:

- менталитет органов государственного экономического регулирования в облас-

ти уровня инфляции и ее влияния на развитие экономики;

- разграничение функций и определение полномочий органов государственного управления в регулировании инфляционных процессов, прежде всего между Центральным банком и правительством;

- соотношение, с одной стороны, стратегических и тактических, с другой стороны, конечных и промежуточных целей денежно-кредитной политики;

- состав используемых методов регулирования инфляционных процессов, который может изменяться в широких пределах: от набора административных и экономических мер в нестабильных и трансформируемых экономиках до рыночных в развитых странах;

- состояние и конфигурация трансмиссионного механизма (будет рассмотрен ниже);

- используемая методология оценки и прогнозирования инфляции;

- индикативные показатели, используемые для информирования органов управления и экономических субъектов в целях формирования позитивных инфляционных ожиданий;

- степень прозрачности системы денежно-кредитного регулирования;

- информационная открытость проводимой денежно-кредитной политики;

- степень и особенности понимания экономическими субъектами проводимой в стране денежно-кредитной политики;

- ожидания экономических субъектов относительно перспектив инфляции и развития экономики;

- уверенность экономических субъектов в том, что цели денежно-кредитной политики будут достигнуты.

Ключевым элементом режима денежно-кредитной политики является трансмиссионный механизм. Этот термин в самом общем значении используется для характеристики способов воздействия инструментов монетарной политики на инфляцию (см., например, [7]). По нашему мнению, можно выделить следующие компоненты трансмиссионного механизма:

- регуляторы и вспомогательные инструменты реализации денежно-кредитной политики;

- сферы экономической деятельности и субъекты, по-разному реагирующие на действие регуляторов;

- элементы цены, через которые происходит передача инфляционных импульсов в экономике: расходы по оплате труда, энергоносители, импортируемые товары, издержки финансирования, прибыль и т. д.

Однако главными элементами трансмиссионного механизма считаются каналы, которые характеризуют специфику влияния отдельных регуляторов на реализацию конечных целей денежно-кредитной политики по инфляции. Большинство экономистов в качестве основных каналов трансмиссионной политики рассматривают денежный, курсовой и процентный каналы трансмиссии. В странах с переходной экономикой наиболее широко применимы денежный и курсовой каналы трансмиссии, дающие количественные зависимости инфляции от изменений денежных агрегатов и валютного курса. Однако зависимость инфляции от изменений процентных ставок не улавливается по причине либо слабого воздействия ставки процента на поведение хозяйствующих субъектов в условиях относительно высокой инфляции, либо административного давления в сфере принятия решений. Курсовой канал трансмиссии призван обеспечить чувствительность розничных цен (инфляции) к колебаниям процентной ставки [15. С. 314]. Наряду с этим, к каналам во многих случаях относят те, которые тем или иным способом оказывают влияние на результаты монетарной политики, например объемный кредитный канал, канал цены активов и т. д. [8].

По нашему мнению, канал представляет собой такой элемент трансмиссионного механизма, на основе которого осуществляется управляющее воздействие монетарной политики на экономику в целом. Ключевым здесь является «управляющее воздействие», т. е. такое, которое позволяет на основе малых изменений регулятора реализовать цели денежно-кредитной политики. Классический пример такого способа воздействия – процентный канал, позволяющий на основе небольших изменений ставки рефинансирования существенно влиять на финансовые потоки в экономи-

ке. Каналы монетарной политики действуют как в рыночной, так и в нерыночной среде, если малые воздействия инструмента приводят к значительным изменениям в экономическом поведении. Например, изменение ставки рефинансирования существенно влияет на условия кредитования. Это влияние распространяется на значительный сектор экономики. В то же время использование термина «канал трансмиссионного механизма» является в определенной мере субститутутом более строгого и полного подхода к анализу действия трансмиссионного механизма. Этим, видимо, объясняются трудности в трактовке действия отдельных каналов и отсутствие их научной классификации.

Воздействие на основе малых изменений регулятора необходимо отличать от прямого участия органа регулирования в экономической деятельности, например, путем общего или целевого кредитования субъектов. В число каналов нельзя также включать поведенческие факторы, например инфляционные ожидания, которые отражают реакцию субъектов на денежно-кредитную политику. Учитывая изложенное, каналы можно классифицировать по управляющим регуляторам, т. е. по инструментам денежно-кредитной политики. Так как монетарная политика предполагает совместное использование ряда общих и некоторых специфических инструментов, то трансмиссионный механизм при любом режиме денежно-кредитной политики – это определенная комбинация каналов.

Обобщая приведенную выше характеристику режима денежно-кредитной политики как экономической категории, можно сделать следующие выводы.

Монетарный режим представляет собой определенным образом структурированный и институционализированный механизм разработки и реализации монетарной политики. Судя по числу элементов этого механизма и множеству их взаимосвязей, монетарный режим представляет собой достаточно сложную систему, которую нельзя однозначно идентифицировать и классифицировать. Этим, в частности, объясняются расхождения в оценке числа стран, использующих тот или иной режим политики инфляционного тар-

гетирования. В настоящее время главным отличительным признаком выступает целевой показатель, а ключевому элементу режима, которым является трансмиссионный механизм, отводится второстепенное место. Это можно объяснить как отсутствием четкого и общепринятого понимания трансмиссионного механизма, так и простотой признака цели.

Другой вывод состоит в том, что объективно существует определенный континуум действующих и потенциальных монетарных режимов, который не находит адекватного отражения в теории. В частности, это затрудняет анализ монетарного регулирования в странах, экономика которых отличается от рыночной модели, например таких, в трансмиссионном механизме которых преобладают методы регулирования прямого действия. Для таких стран актуальны проблемы оценки фактического состояния монетарного регулирования и реальных возможностей его совершенствования или реформирования, а копирование зарубежных моделей режима может оказаться либо неэффективным, либо деструктивным. Прогресс в рассматриваемой области в этом случае будет достигнут при сбалансированном развитии взаимосвязанных элементов монетарного режима.

Рассмотрим несколько подробнее режим инфляционного таргетирования, что с учетом изложенного выше подхода к режимам и реалий денежно-кредитного регулирования в Беларуси позволит, как нам представляется, судить о возможностях использования РИТ в нашей стране и в целом о направлениях развития денежно-кредитного регулирования.

Инфляционное таргетирование представляет собой режим монетарной политики, предусматривающий принятие центральным банком или денежными властями обязательств по обеспечению уровня инфляции в рамках ограниченного коридора в среднесрочном периоде, выполняемых на основе качественного прогнозирования инфляционных процессов, эффективного использования трансмиссионного механизма и проведения транспарентной и открытой для общественности монетарной политики.

Основными характеристиками режима инфляционного таргетирования считаются:

- четкая постановка цели по достижению заданного уровня инфляции в виде одного значения или диапазона, которая заявляется как важнейшая цель центрального банка;
- отсутствие доминирования фискальной политики;
- отсутствие иных первичных целей денежно-кредитной политики;
- инструментальная независимость центрального банка;
- прозрачность деятельности и отчетность центрального банка перед обществом [9. С. 23].

Отметим, что в последнее время многие исследователи добавляют к этому требованию гибкого валютного курса.

Таргетирование инфляции состоит из нескольких стадий:

- установление прогнозного показателя инфляции на период не менее одного года;
- выбор монетарного инструментария для контроля уровня инфляции;
- применение этого монетарного инструментария в зависимости от текущей ситуации;
- сравнение уровня инфляции на конец отчетного периода с прогнозным и анализ эффективности проведенной монетарной политики [10].

Основной инструмент проведения денежно-кредитной политики по поддержанию запланированного уровня инфляции – манипулирование ставкой рефинансирования. Так, повышение учетной ставки повышает депозитные ставки в коммерческих банках и увеличивает привлекательность сбережения денег по сравнению с расходованием. Понижение учетной ставки понижает депозитные ставки в коммерческих банках и уменьшает привлекательность сбережения денег [11. С. 203].

Зарубежный опыт инфляционного таргетирования позволяет классифицировать режимы инфляционного таргетирования на основе нескольких критериев. В их число входят такие, как доверие к банковской системе и монетарной политике, прозрачность монетарной политики, устойчивость основных макроэкономических параметров (стабильный рост ВВП, устойчиво низкая

безработица, длительно сохраняющаяся низкая инфляция, плавающий курс), гибкость реагирования денежной и финансовой системы на изменения инструментов монетарной и финансовой политики, развитость и прочность финансовых институтов и политическая стабильность [12].

Наличие нескольких обозначенных выше критериев – далеко не полный перечень условий, который мы рассматривали при анализе понятий монетарного режима, и допускает множество классификаций. Наиболее распространена классификация в зависимости от того, насколько явными и четкими являются обязательства центрального банка по достижению ориентиров по инфляции и имеются ли дополнительные целевые ориентиры монетарной политики. В зависимости от этого различают три основные разновидности данного режима: полноценное, смешанное и легкое инфляционное таргетирование.

При полноценном режиме устанавливается одна цель, и для нее используется механизм рыночной координации, при этом центральный банк проводит денежно-кредитную политику преимущественно через процентный канал трансмиссионного механизма. Смешанное инфляционное таргетирование предполагает наличие одновременно с целью по инфляции двух или более целей монетарной политики, например по обменному курсу, ВВП, безработице. Оно требует более сложного трансмиссионного механизма, может приводить к более высокому уровню инфляции в среднесрочном периоде и поэтому не совместимо с высокой степенью прозрачности. Легкий вариант инфляционного таргетирования используется преимущественно странами с нестабильной экономикой и неразвитыми рынками. Политика центрального банка в таких странах, как правило, не обладает высокой степенью доверия со стороны общества. В этих условиях ориентир на уровень инфляции не может являться единственной целью политики центрального банка.

Характеризуя приведенную классификацию, отметим, что, по сути, в ее основе лежит уровень развития трансмиссионного механизма. Другим примером класси-

фикации является разграничение режимов на высший, классический и низший, приведенное в [3. С. 20].

Для того чтобы эффективно воздействовать на инфляцию в среднесрочной перспективе, нужно иметь качественную экономическую модель, которая бы могла достаточно точно предсказать, как отреагирует экономика на те или иные действия денежных властей. Можно с большой долей уверенности утверждать, что долгосрочная инфляция имеет монетарную природу, однако краткосрочная и среднесрочная инфляция плохо прогнозируются и контролируются [14. С. 89].

Типичная структура модели инфляционного таргетирования содержит конечные и промежуточные, или операционные, цели монетарной политики. Технической реализации инфляционного таргетирования служат экономико-математические модели, основанные на использовании временных рядов (ARIMA, VAR, SVAR, SVEC, SEM, DSGE), макромоделей денежного трансмиссионного механизма [13].

Конечной целью инфляционного таргетирования является стабильность цен (в той или иной форме).

В качестве промежуточных целей, как правило, используются:

- один из агрегатов денежной массы или один из параметров чистых внутренних активов органов денежно-кредитного регулирования;
- процентные ставки и доходность инструментов финансового рынка;
- обменный курс национальной валюты.

Промежуточные цели могут устанавливаться центральными банками как в жесткой форме (директивно, одним дискретным значением или с узким коридором), так и в мягкой (рекомендательно или с широким коридором). При выборе промежуточных целей, как правило, используется набор разнонаправленных критериев и комплексная их оценка носит компромиссный характер. Стоит отметить, что как конечная цель, так и промежуточные цели не являются раз и навсегда заданными и могут корректироваться в зависимости от макроэкономической ситуации, что особенно актуально в странах с переходной эконо-



микой по причине динамичности развития макропроцессов и институциональных условий в этих странах.

Для установления связи между конечными, промежуточными целями и агрегатами совокупного спроса и предложения используется та или иная модель трансмиссионного механизма.

Исходя из опыта стран, применяющих инфляционное таргетирование, для его реализации необходим ряд институциональных условий, а именно:

- комплекс параметров зрелости банковской системы (уровень капитализации банков не ниже 20–30% к ВВП, высокая доля иностранного капитала в банковской системе, устойчивая ликвидность банковской системы и рыночные механизмы рефинансирования);

- определенная степень развития финансовых рынков, которая обеспечивает чувствительность финансовой системы к изменению процентной ставки (канал трансмиссии через процентную ставку);

- достаточно высокий уровень притока иностранного капитала.

Помимо этого, требуются следующие организационные и технологические предпосылки:

- 1) обособленный институт (как правило, в рамках структуры центрального банка), ответственный за проведение политики инфляционного таргетирования. Чаще всего это Совет по монетарной политике, возглавляемый руководителем центрального банка;

- 2) специальные структурные подразделения в центральном банке, осуществляющие разработку сценариев и мер политики инфляционного таргетирования, а также несущие ответственность за их реализацию и наблюдающие за ходом реализации;

- 3) техническое обеспечение инфляционного таргетирования;

- 4) информационное сопровождение режима инфляционного таргетирования – выпуск ежемесячных пресс-релизов, ежеквартальных отчетов по инфляции, а также разработка ежегодных основных направлений денежно-кредитной политики, отчетов о реализации денежно-кредитной политики, финансовых планов и комментариев к законодательным актам, проведение регу-

лярных пресс-конференций. В Чехии, например, применяется мораторий на комментарии в течение недели после заседания совета управляющих центрального банка.

Необходимыми исходными макроэкономическими условиями для инфляционного таргетирования, как правило, считаются достаточно длительный период относительно низкой инфляции и стабильного регулируемого валютного курса, а также низкая зависимость инфляции от изменений валютного курса [11. С. 43].

Препятствиями для инфляционного таргетирования являются:

- государственное вмешательство в ценообразование, фискальное доминирование (высокая доля перераспределяемого через бюджет ВВП, высокий уровень косвенных налогов);

- высокая степень монополизации банковской системы;

- недостаточная самостоятельность центрального банка, неразвитость финансовых рынков, низкий уровень привлечения иностранных инвестиций, высокая степень долларизации экономики, низкая капитализация банков и предприятий, высокая доля немонетарных факторов инфляции и сильная зависимость инфляции от колебаний валютного курса.

Анализ международного опыта показывает как преимущества, так и риски, связанные с применением инфляционного таргетирования. Из преимуществ следует отметить следующие:

- 1) постановка четких целей, приоритетов денежно-кредитной политики;

- 2) обеспечение предпосылок для устойчивого и сбалансированного экономического роста при успешной реализации таргетирования инфляции;

- 3) одновекторность денежно-кредитной политики, снижение инфляции и ее стабилизация на низком уровне;

- 4) повышение профессионального уровня работников органов денежной и макроэкономической политики, прозрачности, информационной открытости и степени участия в принятии решений по важнейшим вопросам экономической политики;

- 5) выход на новый уровень макроэкономического анализа.

Часто с введением режима инфляционного таргетирования может появиться ряд трудностей, связанных с реализацией заложенной инфляционной цели, отказом от регулирования валютного курса и реформированием механизма трансмиссии. Одновременно контролировать обменный курс и инфляцию, не накладывая при этом ограничений на движение капитала, крайне затруднительно. Концептуальное противоречие, возникающее в условиях использования индекса потребительских цен в качестве таргетируемого показателя инфляции, – это отсутствие у центрального банка возможности прямого управления им.

У режима управляемого валютного курса есть ряд преимуществ. В частности, такая политика эффективно работает и при отсутствии продвинутых институциональных структур, однако часто оборачивается неконтролируемым ростом цен, который может привести к неспособности центрального банка обеспечивать финансовую стабильность и снижение темпов инфляции. Это, в свою очередь, приводит к слишком высоким процентным ставкам и сдерживанию экономического развития.

Как правило, с переходом к режиму инфляционного таргетирования макроэкономические показатели заметно улучшаются. Однако практика таргетирования инфляции может принести существенную пользу, только если выполнены определенные требования, касающиеся состояния банковского сектора, качества финансовой системы и институциональной среды в экономике. Если основной задачей центрального банка является контроль над инфляцией, то он должен быть свободен от обязательств по управлению другими макроэкономическими параметрами. Удержание в целевых интервалах сразу нескольких макроэкономических параметров часто оказывается невыполнимой задачей. В частности, такие страны, как Израиль, Чили, Венгрия и Польша, пытались совмещать таргетирование инфляции и фиксацию обменного курса, но в итоге отказались от такой политики. Таким образом, для перехода к таргетированию инфляции необходимо отпустить обменный курс в свободное плавание.

Обычно на полное внедрение и аналитическое освоение стратегии инфляци-

онного таргетирования идет как минимум 2-3 года. Отсутствие фактических данных на первых порах будет препятствовать формированию математических моделей прогноза, которые требуют временных рядов данных в сопоставимых условиях [3. С. 23]. Здесь придется столкнуться с определенным противоречием. Построение работающих аналитических и прогностических моделей невозможно до полного внедрения этой стратегии, иначе их основные параметры будут отражать логику предыдущих стратегий, мало полезную в новых условиях. А это значит, что проблемы переходного периода здесь неизбежны.

Переходя к ситуации в Республике Беларусь относительно условий для совершенствования режима денежно-кредитной политики, отметим следующее. В 2009 г. введена привязка курса белорусского рубля к корзине из трех иностранных валют (доллар США, евро и российский рубль), которые имеют равные доли, а колебания обменного курса белорусского рубля предусмотрены в пределах  $\pm 5\%$  [8].

До 28 октября 2009 г. белорусские власти регулировали цены, устанавливая максимальные торговые надбавки на уровне 30–60% от стоимости товара у производителей. В настоящее время принято решение отказаться от государственного регулирования розничных цен за исключением 50 социально значимых товаров [18].

В целом, ни одно из названных выше условий введения режима инфляционного таргетирования на сегодняшний день в Республике Беларусь не реализовано в полной мере. Тем не менее это не означает, что движение к инфляционному таргетированию, включая переход к свободному плаванию обменного курса, невозможно. Любое повышение эффективности монетарной политики требует выполнения большинства из указанных выше условий.

Опыт стран, перешедших к режиму таргетирования инфляции, свидетельствует, что внедрение этого режима может приводить к заметным улучшениям, даже если изначально все требования не были выполнены. Кроме того, если понимать таргетирование инфляции как режим денежной политики, при котором приоритетной це-

лью денежных властей является удержание долгосрочной инфляции в целевых рамках, то ни стабилизационная денежная политика, ни сглаживание краткосрочных курсовых колебаний не противоречат таргетированию инфляции при условии, что стабилизация долгосрочной инфляции – основная задача центрального банка.

Дополнительным испытанием режимов монетарной политики стал мировой финансовый кризис. Как видно из рис. 1, в целом на своем пике кризис привел к снижению темпов инфляции, для развитых стран – к дефляции. Это естественно, так как в условиях мирового финансового кризиса торможение роста цен происходит за счет снижения совокупного спроса. В то же время данная ситуация может быть использована как фон для выбора стратегии перехода к более низким темпам инфляции.

С точки зрения влияния кризиса на эффективность РИТ, представляет интерес мнение, высказанное проф. Ларсом Свенсоном, зам. председателя Банка Швеции (Prof. Lars E. O. Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank), на международной научной конференции «Вызовы центральным банкам в контексте экономического кризиса» в Мумбаи 12 февраля 2010 г. [19]. Л. Свенсон известен как сторонник гибкого инфляционного таргетирования. По его мнению, кризис преподал ряд уроков. Инфляционное таргетирование само по себе не позволяет добиться финансовой стабильности, для этого нужны специальная политика и инструменты. Другой урок состоит в том, что для обеспечения финансовой стабильности недостаточно процентной политики. На первом плане должны стоять иные инструменты, такие как надзор, регулирование и решение центрального банка, и во многих странах такая ответственность лежит не только на центральном банке. Как правило, финансовая неустойчивость имеет конкретные причины, и лучший подход к регулированию должен включать портфель инструментов. Л. Свенсон считает, что политика финансовой стабилизации и денежно-кредитная политика – совершенно разные по целям, инструментам, органам управления. Это не означает, что между ними нет взаимодей-

ствия. Финансовая стабильность прямо влияет на финансовые рынки, а финансовые условия – на трансмиссионный механизм. Денежно-кредитная политика влияет на цены активов и балансы и тем самым на финансовую стабильность.

Подводя итог, следует отметить, что отказ от управления обменным курсом и переход к инфляционному таргетированию представляется верным направлением денежной политики, которое способно стратегически обеспечить долгосрочный экономический рост, стабильность цен, а также сыграть роль в снижении процентных ставок. При этом, по нашему мнению, решение данной задачи не должно однозначно определяться предварительными условиями выполнения ряда общеэкономических мер. К таким мерам некоторые авторы относят обеспечение макроэкономической стабильности, либерализацию ценообразования, создание развитого рынка капитала, повышение устойчивости банковской системы, устранение доминирования бюджетно-налоговой политики и др. Представляется, что лучшим решением стало бы последовательное развитие режима денежно-кредитной политики как части процесса укрепления финансовой системы страны. При создании нового режима необходимо учитывать имеющиеся предпосылки перехода к более совершенной системе, а также непосредственные эффекты. В этом направлении наиболее важными задачами являются: формирование правильного понимания инфляционных процессов и их влияния на развитие экономики; разграничение функций и определение полномочий органов государственного управления в их регулировании; анализ используемых методов; совершенствование трансмиссионного механизма.

## **ЛИТЕРАТУРА**

1. *Inflation Targeting and the IMF*, IMF Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department 1. March 16, 2006.
2. *Inflation targeting: assessing the evidence*. Alvaro Angeriz and Philip Arestis, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge, 2007.

3. *Мойсейчик Г.* Инфляционное таргетирование и возможности его применения в Беларуси // Банковский вестник. 2007, февр.
4. *Inflation rates for 192 countries (1969–2009)*. Mode of access: <http://www.economicwebinstitute.org/glossary/inflat.htm>
5. *Криворотов Д.* Выбор режима денежно-кредитной политики Республики Беларусь в среднесрочной перспективе // Банковский вестник. 2007, янв.
6. *Why is Canada's Price Level So Predictable?* / Kamenik, Ondra, Kiem Heesun, Klyuev Vladimir, Laxton Douglas // IMF Working Paper. 2009. No. 08/25.
7. *The transmission mechanism of monetary policy*. Bank of England. The Monetary Policy Committee. Mode of access: [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
8. *Моисеев С. Р.* Инфляционное таргетирование. М.: Маркет ДС, 2004.
9. *Корищенко К.Н.* Концепция перехода к инфляционному таргетированию в России // Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора наук. Спб., 2007.
10. *Инфляционное таргетирование* [Электронный ресурс]. Режим доступа: [http://ru.wikipedia.org/wiki/Таргетирование\\_инфляционное](http://ru.wikipedia.org/wiki/Таргетирование_инфляционное). Дата доступа: 07.10.2009.
11. *Селищев А.С.* Макроэкономика. 3-е изд. СПб.: Питер, 2005.
12. *Улюкаев А., Дробышевский С., Трунин П.* Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://institutiones.com/general/256-2008-06-18-12-49-21.html>. Дата доступа: 10.10.2009.
13. *Устюгова Ю.Б.* Теория и практика монетарной политики [Электронный ресурс]. Режим доступа: [http://new.hse.ru/sites/infospace/podrazd/facul/facul\\_econ/kma/DocLib3/](http://new.hse.ru/sites/infospace/podrazd/facul/facul_econ/kma/DocLib3/). Дата доступа: 12.09.2009.
14. *Алехин Б.И.* Кредитно-денежная политика: учеб. пособие для вузов. М.: ЮНИТИ ДАНА. 2004.
15. *Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. М.: Экономистъ, 2005.
16. *Сурков М.С., Яремчук Н.В.* Институты и инструменты бюджетно-налогового и денежно-кредитного регулирования экономики. М.: ГОРОДЕЦ, 2004.
17. *Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2009 год* [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.nbrb.by/publications/ondkr/2009/ondkr-2009.pdf>. Дата доступа: 05.10.2009.
18. *Белоруссия отказывается от государственного регулирования цен* [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.companion.ua/Articles/Content/?Id=53151&-&Callback=0/>. Дата доступа: 15.10.2009.
19. *Lars E O Svensson* Inflation targeting after the financial crisis/Speech by Prof Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the International Research Conference «Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis», Mumbai, 12 February 2010. Mode of access: [www.bis.org/review/r100216d.pdf](http://www.bis.org/review/r100216d.pdf)
20. [http://en.wikipedia.org/wiki/Monetary\\_policy](http://en.wikipedia.org/wiki/Monetary_policy). Дата доступа: 01.09.2010.



Материал поступил 1.02.2010 г.

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.  
□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.

BSEU Belarus State Economic University. Library.  
<http://www.bseu.by>      [elib@bseu.by](mailto:elib@bseu.by)