

О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования

П. В. Трунин,

кандидат экономических наук, Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара, г. Москва; e-mail: pt@iep.ru

А. В. Божечкова,

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС), г. Москва; e-mail: bojchkova@ranepa.ru

А. М. Киюцевская,

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС; e-mail: kiu2003@mail.ru

В статье исследуется зарубежный опыт применения режима инфляционного таргетирования, акцентируется внимание на механизмах, ограничениях и эффективности его реализации в развитых и развивающихся странах. Проанализировав эволюцию и условия использования данного режима монетарной политики, авторы приходят к выводу о том, что гибкость подходов таргетирования инфляции позволяет достичь позитивных эффектов, выражающихся в замедлении темпов роста потребительских цен и их волатильности, а также волатильности выпуска.

Authors evaluate the international experience of inflation targeting focusing on the mechanisms, limitations and effectiveness of its implementation in a wide range of developed and developing countries. After the analysis of the evolution and conditions of effective implementation of this monetary policy regime the authors conclude that the flexibility of the inflation targeting allows to achieve such positive results as a slowdown of inflation and a decrease in volatility of prices and output.

Ключевые слова: инфляция; денежно-кредитная политика; инфляционное таргетирование; валютный курс; экономический рост.
Key words: inflation; monetary policy; inflation targeting; exchange rate; economic growth.

Впервые режим инфляционного таргетирования был введен в Новой Зеландии в начале 1990 г., когда обеспечение низких темпов роста потребительских цен было объявлено в качестве первоочередной цели монетарной политики Резервного банка. Позже его примеру последовали органы денежно-кредитного регулирования Чили, Канады, Великобритании, Швеции и Финляндии. В конце 1990-х – начале 2000-х гг. таргетирование инфляции активно начинает применяться в развивающихся странах, таких как Южная Корея, Бразилия, Колумбия, Таиланд, а также в странах Восточной Европы – Польше и Чехии. Во второй половине 2000-х гг. целью монетарных властей Индонезии, Румынии, Турции, Сербии, Ганы и Парагвая также становится достижение количественного ценового индикатора.

Исследование этапов перехода стран к режиму инфляционного таргетирования показывает, что в его основе лежат объективно обусловленные факторы, связанные с особенностями развития мировой и национальных экономик. Поиск нового номинального якоря денежно-кредитной политики был вызван несостоятельностью таргетирования монетарных показателей при повышении открытости экономик многих стран. Таргетировать монетарные показатели в различные исторические периоды имели возможность

лишь большие экономики или страны, не вовлеченные в глобальные процессы. Отметим, что одной из существенных причин отказа от проведения такой политики стала неустойчивость связей между динамикой денежных агрегатов и целевыми макроэкономическими параметрами [1].

Потребность в поэтапной трансформации проводимой монетарной политики была в значительной степени сопряжена с расширением внешнеторговых взаимосвязей, а затем и снятием ограничений на движение потоков капитала, повышением финансовой интегрированности. Первой реакцией на высокую волатильность внешних финансовых потоков, риски их неожиданного разворота, провоцирующие высокую амплитуду курсовых колебаний, стала попытка монетарных властей таргетировать курсовые показатели. Однако крах механизма регулирования валютных курсов европейских стран (*European Exchange Rate Mechanism*), ограничивавшего курсовые колебания в фиксированном диапазоне, в начале 1990-х гг., а позже азиатский валютно-финансовый кризис и дефолты некоторых латиноамериканских стран в конце 1990-х – начале 2000-х гг. подчеркнули несовершенство такой политики. К аналогичным выводам пришли монетарные власти многих стран мира во второй половине 2000-х гг. при существенном увеличении масшта-

Страны, осуществившие переход к режиму инфляционного таргетирования*

1990–1999 гг.		2000–2014 гг.	
Развитые страны	Развивающиеся страны	Развитые страны	Развивающиеся страны
Новая Зеландия (I кв. 1990 г.)	Чили (III кв. 1990 г.)	Норвегия (I кв. 2001 г.)	Южная Африка (I кв. 2000 г.)
Канада (I кв. 1991 г.)	Южная Корея (II кв. 1998 г.)	Исландия (I кв. 2001 г.)	Таиланд (II кв. 2000 г.)
Израиль (I кв. 1992 г.)	Польша (IV кв. 1998 г.)	Швейцария (I кв. 2000 г.)	Венгрия (II кв. 2001 г.)
Великобритания (IV кв. 1992 г.)	Мексика (I кв. 1999 г.)	Словакия** (I кв. 2005 г.)	Перу (I кв. 2002 г.)
Швеция (I кв. 1993 г.)	Бразилия (II кв. 1999 г.)	Япония (I кв. 2013 г.)	Филиппины (I кв. 2002 г.)
Финляндия** (I кв. 1993 г.)	Колумбия (III кв. 1999 г.)		Гватемала (I кв. 2005 г.)
Австралия (II кв. 1993 г.)			Индонезия (III кв. 2005 г.)
Испания** (I кв. 1995)			Румыния (III кв. 2005 г.)
Чехия (I кв. 1998 г.)			Турция (I кв. 2006 г.)
			Сербия (III кв. 2006 г.)
			Гана (II кв. 2007 г.)
			Армения (2006 г.)
			Уругвай (2007 г.)
			Парагвай (2011 г.)

* В скобках – официальная дата перехода к инфляционному таргетированию.

** Страны, вошедшие в зону евро.

Источники: *Petursson T. G. Inflation control around the world: why are some countries more successful than others?; Roger S. Inflation targeting at twenty: achievements and challenges. Annual Report on Exchange rate arrangements and exchange rate restrictions. International Monetary Fund, 2013.*

бов транснациональных потоков капитала. Подверженность внешним шокам, ставшая следствием растущей зависимости экономик от состояния мировых торговых и финансовых рынков, обусловила необходимость повышения гибкости монетарной политики. В результате, если в 1990-х гг. режим инфляционного таргетирования внедрялся в развитых странах, то в 2000-х гг. – преимущественно в развивающихся странах (в целом режим инфляционного таргетирования реализуется в 31 стране). При этом общий перечень развитых стран, имеющих опыт таргетирования инфляции, включает и европейские страны (Финляндия, Испания, Словакия), позже присоединившиеся к монетарному союзу, подразумевающему отказ от проведения самостоятельной денежно-кредитной политики (см. табл. 1).

С 2014 г. в рамках инфляционного таргетирования проводится и монетарная политика Банка России¹, предполагающая повышение гибкости механизмов курсообразования. С этой целью в 2009–2014 гг. была существенно модернизирована проводимая регулятором денежно-кредитная и курсовая политика. По мере повышения гибкости процесса курсообразования реализован комплекс мер, направленных на повышение действенности процентной политики (расширен перечень инструментов предоставления ликвидности, в том числе и долгосрочной) и валютной, а также сужен коридор процентных ставок по инструментам предоставления и абсорбирования ликвидности². В этой связи весьма актуальным становится как изучение механизмов и последствий таргетирования инфляции, так и исследование допустимой степени вмешательства монетарных властей в процесс курсообразования.

¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Банк России; www.cbr.ru

² Доклад о денежно-кредитной политике. Банк России. 2014. Выпуск 4 (8); www.cbr.ru

Эволюция режима инфляционного таргетирования. Традиционные подходы к инфляционному таргетированию предполагают, что регулирование уровня ключевой процентной ставки монетарными властями осуществляется в ответ на отклонение прогнозируемого уровня инфляции от целевого значения и, в меньшей степени, параметров выпуска. Изменяя ключевую процентную ставку, органы денежно-кредитного регулирования воздействуют не только на уровень краткосрочных процентных ставок денежного рынка и привлекательность активов в национальной валюте, но и непосредственно на объемы свободной ликвидности в банковском секторе и инфляционные ожидания экономических агентов. При этом обменному курсу уделяется только опосредованное внимание, ограничивающееся его воздействием на динамику потребительских цен. В работе Бернанке и соавторов [2] отмечается, что, реагируя на курсовые колебания, монетарные власти теряют возможность управления инфляционными ожиданиями, что повышает риски отклонения от целевых инфляционных ориентиров. Данная точка зрения основывается на гипотезе о «невозможной троице»: в условиях совершенной мобильности капитала управление валютным курсом через валютные интервенции не может быть сопряжено с независимой денежно-кредитной политикой.

В общей сложности, по данным МВФ, в 2014 г. режима инфляционного таргетирования в традиционном понимании придерживались лишь 10 стран (в числе которых только две развивающиеся): Австралия, Канада, Чили, Израиль, Япония, Мексика, Норвегия, Польша, Швеция и Великобритания. Монетарные власти этих стран крайне редко осуществляют валютные интервенции. В рамках данного подхода они рассматриваются в качестве экстраординарной меры, а осуществляемые монетарными властями операции на внутреннем валютном рынке стерилизуются, нейтрализуя их влияние на уровень процентных ставок.

В конце 1999 г. Резервный банк Новой Зеландии, описывая особенности проводимой им монетарной политики, заложил основу эволюции режима таргетирования инфляции, обосновав необходимость перехода к более гибкой политике, учитывающей изменение параметров выпуска и обменного курса. Впервые термин «гибкое инфляционное таргетирование» был введен Свенсоном [3] для обозначения действий центральных банков, в целевую функцию которых входит не только ценовая стабильность, но и поддержание выпуска на потенциальном уровне или снижение волатильности валютного курса.

Появление более гибких подходов к таргетированию инфляции стало основным фактором, обусловившим распространение данного режима особенно в развивающихся странах со сравнительно неразвитыми финансовыми рынками. В таких условиях движение обменного курса является важным поведенческим фактором, определяющим предпочтения экономических агентов относительно распределения финансовых ресурсов, что не только поддерживает высокий уровень долларизации экономики, но и ограничивает действенность и скорость реакции экономических агентов на изменение монетарной политики. В некоторых исследованиях по развивающимся странам отмечается феномен «страха плавания валютного курса» [4], вызванный его повышенной волатильностью при внедрении режима инфляционного таргетирования. Высокая степень неопределенности относительно перспектив изменений обменного курса приводит к повышению валютных рисков при осуществлении торговых и финансовых трансакций.

Результаты исследования опыта развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, также показали наличие «страха укрепления национальной валюты» в связи с риском потери конкурентоспособности [5]. Традиционно в развивающихся странах более значимым является и эффект переноса валютного курса в цены [6], [7]. В этой связи осуществление валютных интервенций органы денежно-кредитного регулирования развивающихся стран объясняют угрозами возникновения финансовой нестабильности при свободных колебаниях валютного курса. В настоящее время органы денежно-кредитного регулирования большинства развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, сохраняют свое присутствие на внутреннем валютном рынке. Такая политика проводится в Армении, Бразилии, Колумбии, Гане, Гватемале, Венгрии, Южной Корее, Перу, Румынии, Сербии, Южной Африке, Таиланде и Турции, на Филиппинах. Ярким примером монетарной политики, проводимой в этой группе стран, стало повышение ключевых процентных ставок в первой половине 2014 г. в ответ на значительное обесценение национальных валют относительно доллара США, спровоцировавшее повышение инфляции. Наиболее существенно и при этом одновременно на 5,5 п. п. была повышена ключевая ставка в Турции, на 2 п. п. – в Гане, на 1 п. п. – в Бразилии (см. табл. 2).

Полученные эмпирические выводы подтверждают и анализ целевых приоритетов центральных банков. Оценки правила Тейлора показывают, что для многих развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, характерна значимая реакция ставки процента на отклонение не только инфляции от целевого уровня и фактического выпу-

ска от потенциального, но и номинального или реального курсов от их среднесрочных равновесных значений [8], [9]. Айзенман и Хитчисон [10], добавляя в выборку контрольную группу стран, не таргетирующих инфляцию, приходят к выводу, что реакция ставки процента на реальный курс сильнее в странах, не таргетирующих инфляцию. Среди стран, таргетирующих инфляцию, подобная реакция выше в странах – экспортерах сырья, монетарные власти которых регулярно участвуют в процессе курсообразования.

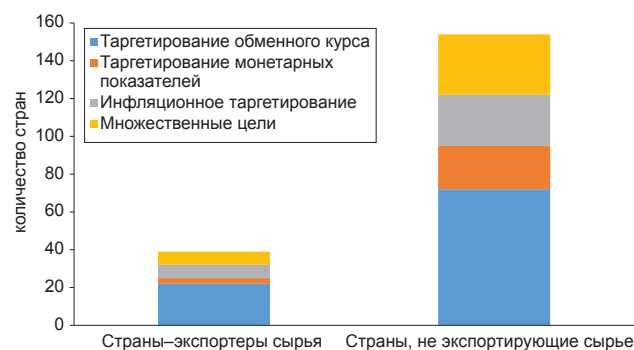
Отметим, что страны – экспортеры сырья¹ значительно зависят от мировой экономической конъюнктуры: существенные колебания цен на сырьевые товары оказывают, как правило, сильное влияние на курсы валют данных стран, побуждая центральные банки вмешиваться в ситуацию на валютном рынке. Однако гибкость режима инфляционного таргетирования позволяет адаптировать практику его применения с учетом особенностей национальных экономик, в том числе существенно зависящих от сырьевого экспорта. Как следствие, режим инфляционного таргетирования в равной степени может быть при-

Таблица 2

Динамика ключевых процентных ставок центральных банков

Страны	Дата	Изменение ключевой процентной ставки	% годовых
Бразилия	15.01.2014	+ 0,5 п. п.	10,50
	26.02.2014	+0,25 п. п.	10,75
	02.04.2014	+0,25 п. п.	11,00
Гана	06.02.2014	+2,0 п. п.	18,00
Колумбия	28.04.2014	+0,25 п. п.	3,50
Турция	29.01.2014	+5,5 п. п.	10,00
	22.05.2014	-0,5 п. п.	9,50
	25.06.2014	-0,75 п. п.	8,75
Южная Африка	29.01.2014	+0,5 п. п.	5,50

Источник: официальные сайты центральных банков.



Источники: Annual Report on Exchange rate arrangements and exchange rate restrictions. International Monetary Fund. 2013; International Financial Statistics; www.imf.org

Рис. Применяемые режимы монетарной политики

¹ К категории стран – экспортеров сырья отнесены страны, в структуре экспорта которых на долю сырьевого сектора приходится более 50%. International Monetary Fund. 2012. April; www.imf.org.

меним и в странах – экспортерах сырья (18% таких стран придерживаются данного режима, см. рис.).

Более того, мировой опыт свидетельствует об эффективности таргетирования инфляции, выражающейся в достижении количественного целевого ориентира монетарной политики даже в странах – экспортерах сырья. Так, например, в Канаде, относящейся к этой группе стран, в предкризисный период фактическая инфляция отклонялась от целевого значения не менее чем на 1 п. п. в 21% случаев, в Австралии и Новой Зеландии – в 17 и 29% случаев соответственно. При этом, например, в Швейцарии и Швеции, не являющихся экспортерами сырья, – в 3 и 38% случаев соответственно (см. табл. 3).

Таблица 3

Периоды, когда фактический уровень инфляции отклонялся от целевого не менее чем на 1 п. п., % от общего числа наблюдений

	2001–2006 гг.	2007–2008 гг.	2010–2013 гг.
Канада	21	17	29
Исландия	64	95	71
Норвегия	47	67	48
Швейцария	3	42	52
Швеция	38	50	63
Австралия*	17	50	2
Новая Зеландия	29	62	56
Перу**	43	75	35

* Процент кварталов.

** С 2002 г. – года перехода к инфляционному таргетированию.

Источники: Lavigne R. M. and Sarker S. Inflation Targeting: The Recent International Experience // Bank of Canada Review. Spring 2012; официальные сайты центральных банков, расчеты авторов.

В 2007–2008 гг. при увеличении не только внешнеторговых, но и финансовых оборотов частота отклонений фактической инфляции от ее целевого значения существенно возросла практически во всех рассматриваемых странах, за исключением Канады. В посткризисный период данный показатель существенно сократился в большинстве стран – экспортеров сырья, однако только в Австралии, Перу и Норвегии он достиг предкризисного уровня. Так, частота отклонений фактической динамики потребительских цен от целевого значения в Австралии в 2010–2013 гг. составила 2%, в Перу – 35%, в Норвегии – 48%. Для сравнения: в Швеции этот показатель составлял 63%, в Швейцарии – 52%. Таким образом, высокую степень зависимости от внешней конъюнктуры сырьевых рынков нельзя рассматривать в качестве характеристики, определяющей частоту отклонений фактической инфляции от целевого ориентира.

Вместе с тем важно понимать, что степень развития финансовых рынков и финансового сектора, являющихся значимым звеном цепочки между монетарными властями и экономическими агентами, определяет время и скорость реакции денежного рынка, а соответственно, и экономики в целом на изменение монетарной политики и, прежде всего, ключевой процентной ставки. Слабость финансового сектора существенно ограничивает эффективность проводимой монетарными властями политики [11]. Более

того, Госселин [13] при исследовании причин отклонения фактической инфляции от целевого ориентира монетарной политики приходит к выводу, что повышение уровня развития финансового сектора позитивно сказывается на результатах применения инфляционного таргетирования.

В качестве характеристики степени развития или глубины финансового сектора традиционно используется отношение величины внутреннего кредита сектора финансовых корпораций к ВВП, отражающее относительную величину финансовых ресурсов, предоставленных секторам внутренней экономики¹. Средняя глубина финансового сектора на момент перехода к режиму инфляционного таргетирования составляла 71,7% ВВП, хотя данный показатель варьировался в широких пределах: от 21% ВВП до более чем 152% ВВП. Вместе с тем в странах – экспортерах сырья, уязвимость которых связана с высокой волатильностью мировых цен на сырьевые товары, а соответственно, объемов поступлений экспортной выручки, средняя глубина финансового сектора на момент перехода к инфляционному таргетированию уже превышала 76% ВВП. К концу 2013 г. в Австралии задолженность секторов внутренней экономики по кредитам сектора финансовых корпораций равнялась 158,8% ВВП, в Чили – 115,5% ВВП, в Норвегии – 107,3% ВВП.

Отдельное внимание в экономической литературе уделяется прозрачности и открытости монетарной политики, проводимой органами денежно-кредитного регулирования, как условию, обеспечивающему эффективность достижения целевого ориентира в рамках таргетирования инфляции. По мнению многих авторов, транспарентность деятельности органов денежно-кредитного регулирования при переходе к инфляционному таргетированию, формируя инфляционные ожидания экономических агентов, обеспечивает эффективность данного подхода по сравнению с другими режимами монетарной политики [11].

Тем не менее исследование более чем двадцатилетнего опыта таргетирования инфляции позволяет заключить, что выполнение всей совокупности вышеперечисленных условий не носит обязательного характера. Однако *постепенное развитие институциональной среды, финансового сектора при повышении открытости органов денежно-кредитного регулирования способствует достижению целевых ориентиров в странах, таргетирующих инфляцию, создавая условия для развития рыночных механизмов курсообразования.*

Анализ эффективности применения инфляционного таргетирования. Анализ влияния перехода к режиму инфляционного таргетирования на динамику потребительских цен, их волатильность и другие макроэкономические показатели посвящен широкий спектр эконометрических работ. Однако полученные авторами выводы весьма противоречивы (см. табл. 4). Осложняет проведение достоверной эмпирической проверки эффективности инфляционного таргетирования относительно короткий временной период его применения. Помимо этого, отсутствие единообразных результатов связано как с их неустойчивостью по отношению к исследуемой выборке, так и с исключением из общей совокупности контрольной группы стран, не применя-

¹ Global Financial Development. The World Bank; <http://data-bank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>.

Анализ последствий введения инфляционного таргетирования в странах с разным уровнем развития

Автор	Выборка	Метод	Выводы
Johnson [14], 2002	11 развитых стран, 1984–2000	Panel, two-way model	Официальное объявление целей по инфляции снижает ее ожидаемое значение
Hyyonen [15], 2004	Страны ОЭСР, 1985–2002 гг.	Panel – pool	Введение ИТ способствовало конвергенции уровней инфляции в 1990-е гг.
Vega, Winkelried [16], 2005	23 страны (ИТ), 87 стран (др. режим), 1990–2004 гг.	Микроэконометрические методы	Снижение уровня и волатильности инфляции в странах, таргетирующих инфляцию
Ball, Sheridan [17], 2005	20 стран ОЭСР, 1985–1995 гг.	Panel, two-way model	Правила ДКП в странах, применяющих ИТ и не таргетирующих инфляцию, не различаются. Воздействие ДКП на целевые переменные идентично в обеих группах стран
Batini [18], 2006	Развивающиеся и развитые страны, 1985–2005 гг.	Статистические методы	ИТ способствует снижению среднего уровня инфляции, ее волатильности, долгосрочных инфляционных ожиданий, а также волатильности выпуска, номинального валютного курса, международных резервов, реальной ставки процента и вероятности возникновения валютного кризиса
Mishkin, Schmidt-Hebbel [19], 2007	8 развитых стран, 13 развивающихся стран, 1989–2004 гг.	Panel VAR	ИТ способствует уменьшению инфляции в долгосрочной перспективе, снижает реакцию инфляции на шоки цен на нефть и обменного курса, повышает эффективность ДКП
Rose [20], 2007	42 страны, 1980–2005 гг.	Статистические методы	Переход к ИТ приводит к уменьшению волатильности валютного курса и вероятности возникновения неожиданной остановки («sudden stops») притока иностранного капитала
Goncalves, Salles [21], 2008	36 развивающихся стран, 1980–2005 гг.	Panel, two-way model	ИТ способствует снижению средней инфляции и волатильности выпуска по сравнению со странами, не применяющими ИТ
De Carvalho Filho [22], 2010	49 стран, 2006–2010 гг.	Panel, two-way model	Страны, таргетирующие инфляцию, легче адаптировались к условиям кризиса (относительно невысокий рост уровня безработицы и быстрые темпы посткризисного восстановления)
Roger [23], 2010	29 стран, 1990 – 2009 гг.	Статистические методы	Режим инфляционного таргетирования оказался эффективным в кризис
Brito, Bystedt [24], 2010	46 развивающихся стран, 1980–2006 гг.	Two-step System GMM	Отрицательное воздействие режима инфляционного таргетирования на средние темпы роста выпуска

Источник: составлено авторами на основе [14 – 24].

ющих инфляционное таргетирование.

В целом результаты исследований эффективности таргетирования инфляции в развитых странах указывают на снижение уровня инфляции, ее волатильности, а также волатильности темпов экономического роста при переходе к данному режиму монетарной политики [15], [16], [25]. Функционирование в рамках режима инфляционного таргетирования позволяет развитым странам поддерживать низкий уровень инфляции в долгосрочной перспективе и в меньшей степени реагировать на шоки цен на нефть и валютного курса [19]. При этом в качестве основного механизма, обеспечивающего успешность проводимой денежно-кредитной политики, многие авторы выделяют способность монетарных властей воздействовать на инфляционные ожидания экономических агентов [14].

Альтернативная точка зрения относительно результативности инфляционного таргетирования в развитых странах представлена в работе Болла и Шеридана [17]. Авторами выявлено отсутствие различий долгосрочных значений целевых макроэкономических показателей стран,

таргетирующих инфляцию, и стран, использующих альтернативные режимы монетарной политики. В исследовании подчеркивается, что сокращение инфляции при введении режима инфляционного таргетирования лишь отражает общемировую тенденцию снижения темпов прироста цен.

Результаты эмпирических работ для развивающихся стран также представляются противоречивыми. Вместе с тем авторы большинства работ указывают, что для развивающихся стран, сменивших целевые приоритеты в области денежно-кредитной политики, характерно снижение уровня инфляции, ее волатильности, а также волатильности темпов роста выпуска [18], [21]. В частности, в исследовании Батини и соавторов [18] проведен эмпирический анализ последствий введения инфляционного таргетирования для 13 развивающихся стран за период 1985 – 2005 гг. Результаты, полученные авторами, показывают, что в странах, использующих инфляционное таргетирование, средний уровень инфляции по сравнению с альтернативными режимами денежно-кредитной политики снизился на 4,8 п. п. (см. табл. 5). Помимо этого, официальное объявление целевых значений ин-

Выгоды/потери при различных режимах денежно-кредитной политики

Переменная	Инфляционное таргетирование	Управление валютным курсом	Таргетирование денежных агрегатов	Другие режимы
Инфляция	-4,8**	-0,1	1,8	4,5
Волатильность инфляции	-3,6**	1,1	2,9	0,8
Волатильность реальных темпов роста выпуска	-0,6	0,0	1,0	-0,1
Волатильность разрыва ВВП	-0,01**	-0,001	0,01	0,003
5-летний прогноз инфляции	-2,7**	3,1	н/д	-0,1
Волатильность пятилетнего прогноза инфляции	-2,1**	2,3	н/д	-0,0
6–10-летний прогноз инфляции	-2,2**	2,2	н/д	-0,1
Волатильность 6–10-летнего прогноза инфляции	-1,7***	1,2	н/д	-0,0
Волатильность валютного курса	-11,1*	-4,2	15,8*	3,8
Волатильность международных резервов	-16,3***	1,9	18,4*	5,4
Волатильность реальной ставки процента	-5,0***	0,6	3,3	2,6

Примечание. Выигрыш/потери измеряются в процентных пунктах изменения переменных. Одна, две, три звездочки означают статистическую значимость на 10-, 5-, 1-процентном уровнях соответственно. Волатильность измерена как стандартное отклонение переменной.

Источник: [18].

фляции приводило к снижению ее волатильности на 3,6 п. п. по сравнению с другими режимами монетарной политики. Долгосрочные инфляционные ожидания также оказались ниже в рамках режима инфляционного таргетирования (-2,2; -2,7 п. п.), а их волатильность на 1,7 – 2,1 п. п. меньше, чем соответствующие показатели в странах, придерживающихся альтернативных режимов денежно-кредитной политики. Страны, таргетирующие инфляцию, как обнаружили Батини и соавторы, характеризуются более низкой волатильностью выпуска, номинального валютного курса, международных резервов, реальной ставки процента и вероятностью возникновения валютного кризиса.

В то же время отметим, что, как показали Брито и Бустедт [24], поддержание режима инфляционного таргетирования в развивающихся странах оказывает значимое замедляющее воздействие на средние темпы роста выпуска. При этом обнаружено менее значимое, чем в работах предшественников, понижательное воздействие режима инфляционного таргетирования на темпы роста потребительских цен, показатели волатильности выпуска и инфляции. В работе Моллика и соавторов [25] отмечается, что негативные последствия могут иметь место в развивающихся странах, но только в краткосрочной перспективе: повышение ставок процента может нейтрализовать действие положительного эффекта, связанного не только с повышением инвестиционной привлекательности национальной экономики для внутренних инвесторов, но и с притоком иностранного капитала. Однако в долгосрочной перспективе практика инфляционного таргетирования обеспечивает позитивные эффекты для темпов роста выпуска, поскольку выигрыш от дезинфляционных процессов превышает потери реального сектора, связанные с ростом процентных ставок.

Отдельный интерес при исследовании режима инфляционного таргетирования в развитых и развивающихся

странах представляет анализ его результативности в кризисных и посткризисных условиях. В работе Де Карвалло Филло [22] отмечается, что вне зависимости от уровня экономического развития страны, таргетирующие инфляцию, легче адаптировались к условиям кризиса, столкнувшись с относительно невысоким ростом уровня безработицы и продемонстрировав достаточно быстрые темпы посткризисного восстановления.

Аналогичные результаты получены в исследовании Роджера [23] по 29 странам, за период 1990–2009 гг. выявлено, что режим инфляционного таргетирования оказался эффективным как в докризисный, так и в кризисный периоды. Страны, таргетирующие инфляцию, перенесли кризис с минимальными потерями. Несмотря на то, что снижение темпов роста выпуска и увеличение инфляции характерно для всех групп стран, низкодходные страны, не таргетирующие инфляцию, характеризовались в два раза большим повышением цен, чем схожие по уровню развития страны, таргетирующие инфляцию (4,7 п. п. против 2,3 п. п.). При этом выпуск упал примерно на одну и ту же величину (-1,3 п. п. против -1,6 п. п.). Несмотря на то, что в странах с высоким уровнем дохода, таргетирующих инфляцию, темпы роста выпуска упали более существенно (-2,4 п. п.), применение режима инфляционного таргетирования позволило им избежать стремительного ускорения темпов роста потребительских цен. В результате инфляция увеличилась в меньшей степени (1,9 п. п. в среднем), чем в обеих группах развивающихся стран. Данный результат объясняется тем фактом, что инфляционные ожидания в большей степени поддаются управлению в странах, таргетирующих инфляцию.

Таким образом, результаты эмпирических исследований эффективности инфляционного таргетирования, несмотря на имеющиеся противоречия, подтверждают позитивный эффект применения данного режима денежно-

кредитной политики с точки зрения достижения не только более низких темпов роста потребительских цен, но и снижения ценовой волатильности и волатильности выпуска. Вместе с тем его воздействие на темпы роста выпуска может быть неоднозначным и зависит от скорости адаптации экономики к новому режиму денежно-кредитной политики.

В условиях глобализации потоков капитала центральные банки различных стран делают выбор в пользу возможности проведения независимой процентной политики, позволяющей воздействовать на инфляцию и экономическую активность. В большинстве стран таргетирование инфляции не предполагает полного отказа монетарных властей от участия в процессе курсообразования. В результате такие страны легче адаптировались к кризисным условиям 2008–2009 гг., пережив их с меньшими потерями.

* * *

Проведенный анализ мирового опыта применения режима инфляционного таргетирования в принципиально отличающихся друг от друга странах и по уровню макроэкономического развития, и по степени интегрированности в мировую экономику свидетельствует о его высокой адаптивности к специфическим условиям каждой конкретной страны. Переход к инфляционному таргетированию позволяет обеспечить не только снижение инфляции и ее поддержание в рамках целевого ориентира, но и сокращение волатильности других ключевых макроэкономических параметров. При этом в развивающихся странах, отличающихся высокой степенью долларизации экономики, оправданным может быть сглаживание чрезмерной волатильности курса национальной валюты.

Накопленный опыт применения инфляционного таргетирования как развитыми, так и развивающимися странами, в том числе и в кризисных условиях, может быть применен и в России. Особенно актуальным использование лучшей мировой практики в Российской Федерации становится с учетом того, что переход к режиму инфляционного таргетирования в России осуществляется в весьма напряженных геополитических и экономических условиях. ■

Список литературы

1. Дробышевский С. М. Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. Москва: Дело: РАНХиГС, 2011.
2. Bernanke B., Laubach T., Posen A., Mishkin F. Inflation targeting: Lessons from the International experience. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.
3. Svensson L. Inflation Targeting // NBER Working Paper. 2010. № 16654.
4. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // Quarterly Journal of Economics 2002. Vol. 117. Is. 2. P. 379–408.
5. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Fear of Appreciation // KSG Working Paper 07-047. 2007. Harvard University.
6. Cavoli T. Is fear of floating justified? The East Asia experience // Journal of Policy Modeling. 2009. № 31. P. 1–16.
7. Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21–35.
8. De Mello L., Moccerro D. Monetary Policy and Macroeconomic Stability in Latin America: The Cases of Brazil, Chile, Colombia and Mexico // In: Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies / Ed. by Mell D. Paris: OECD, 2008.
9. Ostry J., Ghosh A., Chamon M. Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. IMF Staff Discussion Note. 2012. February.
10. Aizenman J., Hutchison M., Noy I. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets // World Development. May 2011. Vol. 39. № 5. P. 712–724.
11. Трунин П. В. Инфляционное таргетирование и курсовая политика в российских экономических условиях // Российское предпринимательство. 2013. № 19 (241).
12. Carare A., Stone M. R. Inflation Targeting Regimes // European Economic Review 50 (5). July 2006.
13. Gosselin M.-A. Central Bank Performance under Inflation Targeting // Working Paper 18. 2007. Bank of Canada.
14. Johnson D. R. The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel // Journal of Monetary Economics. November 2002. Vol. 49. № 8. P. 1521–1538.
15. Hyvonen M. Inflation Convergence Across Countries // Research Discussion Paper Economic Research Department Reserve Bank of Australia. June 2004.
16. Vega M., Winkelried D. Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story? // International Journal of Central Banking. 2005. Vol. 1. № 3. P. 153–175.
17. Ball L., Sheridan N. Does Inflation Targeting Matter? In: Bernanke B., Woodford M. (Eds.). The Inflation Targeting Debate. Chicago: The University of Chicago Press, 2005. P. 249–276.
18. Batini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S. Inflation Targeting and the IMF // IMF Board Paper SM/06/33 (Wash.: International Monetary Fund). 2006.
19. Mishkin F. S., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? // NBER Working Paper. 2007. № 12876.
20. Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods // Journal of International Money and Finance. 2007. № 26 (5). P. 663–681.
21. Gonçalves C. E., Salles J. Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? // Journal of Development Economics. 2008. № 85. P. 312–318.
22. Carvalho Filho de I. Inflation Targeting and the Crisis: An empirical assessment // IMF Working Paper. 2010. Vol. 10. № 45.
23. Roger S. Inflation targeting at 20: Achievements and Challenges. In: Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects / Ed. by Cobham D., Eitheim Ø., Gerlach S., and Qvistad J. F. Cambridge University Press, 2010.
24. Brito R., Bystedt B. Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence // Journal of Development Economics. 2010. № 91. P. 198–210.
25. Mollik A., Torres R., Carneiro F. Does Inflation Targeting Matter for Output Growth? Evidence from Industrial and Emerging Economies. // World Bank Policy Research Working Paper. 2008. № 4791.