

17. О дозволении белорусским помещикам перезакладывать имения на 24 года. Высочайше утвержденная 24 марта 1825 г. записка императрицы Марии // Хронолог. указ. приказов и правительственных распоряжений по губерниям Западной России за 240 лет, с 1652 по 1892 год. / сост. и издал С.Ф. Рубинштейн. — Вильна: Тип. А.Г. Сыркина, 1894.

18. О порядке учреждения Дворянских опеки в губерниях, от Польши присоединенных. Сенатский указ от 28 февраля 1817 г. // Полн. собр. законов Рос. империи. Собр. 1. Т. XXXIV. 1817. — СПб.: Тип. II Отд. Собств. Е.И.В. Канц., 1830.

19. Труды комиссии, Высочайше учрежденной для устройства земских банков: в 4 т. — СПб.: Тип. В. Безобразова и К, 1860—1862. — Т. 1, 1860: Объяснительная записка комиссии. Проект положения о земских кредитных обществах. Приложения.

К.О. КЛЕЦКИЙ

МЕТОДОЛОГИЯ И ПРАКТИКА ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Выбор режима денежно-кредитной политики — сложная проблема, не получившая однозначного теоретического решения. В настоящее время экономической наукой [1] определены следующие основные режимы денежно-кредитной политики: таргетирование предложения денег, таргетирование курса валюты и таргетирование инфляции.

В переходной экономике осуществление денежно-кредитной политики связано с множеством целей, что предполагает использование промежуточного режима. Эмпирический опыт ряда стран показывает, что не смотря на широкое распространение, промежуточные режимы неустойчивы. Поэтому в отечественной научной литературе исследователи все чаще обращают внимание на прямое инфляционное таргетирование.

До настоящего времени экономистами однозначно не определено понятие «инфляционное таргетирование». Причиной тому отчасти являются определенные институциональные различия в устройстве банковских систем стран, использующих данную политику.

Карл Волич и Гленн Радбаш [2] определили инфляционное таргетирование (ИТ) как структуру для принятия политических решений, в которых центральный банк (ЦБ) ставит ясную задачу по увязке своей политики с публично объявленным инфляционным индикатором на определенный период. Соответственно если ЦБ пожелает осуществлять инфляционное таргетирование, то он так же должен публично объявить подобную цель, указав либо конкретное значение, либо коридор. Однако подобное определение сложно назвать всеобъемлющим, так как оно не учитывает, что денежно-кредитную систему сложно отделить от национальной экономики, и не принимает во внимание взаимодействия всех финансовых институтов.

Бен Бенмарке, Томас Лаубах и Адам Позен [3, 4] видят в инфляционном таргетировании систему монетарной политики, характеризующуюся публичным объявлением значения уровня инфляции на среднесрочный период, на основании принятия идеи о необходимости взаимодействовать со всеми заинтересованными институтами, так как стабильный уровень инфляции является залогом стабильности деловой среды. В данном случае ИТ представляет собой каркас, на котором основываются вся денежно-кредитная политика и система взаимодействия всех участников на основе принципа прозрачности; соответ-

ственно ЦБ не является единственным институтом, ответственным за инфляционную стабильность.

Фредерик Мишкен [4, 361–364] дает более широкое определение инфляционного таргетирования как стратегии монетарной политики, которая охватывает пять основных элементов: публичное объявление среднесрочного прогноза уровня инфляции; объявление ценовой стабильности основным приоритетом; использование стратегии, где все иные переменные (не только монетарные агрегаты и обменный курс) подчинены ценовой стабильности; повышение степени прозрачности денежной политики посредством взаимодействия монетарных властей с участниками финансового рынка; увеличение подотчетности ЦБ на предмет исполнения его задач по поддержанию стабильности инфляционных процессов.

Использование механизма инфляционного таргетирования не всегда означает исключительное внимание только к индексу потребительских цен. Как и монетарное таргетирование, ИТ — одна из структур операционной системы для денежно-кредитной политики. Декларация перехода к режиму прямого инфляционного таргетирования не означает получение готовых решений в сфере денежно-кредитной политики.

Сторонники таргетирования инфляции [5, 8–11] считают, что объявление тактических целей внесет ясность в монетарную политику и сконцентрирует внимание на достижимые цели, так как неудачная монетарная политика обычно является результатом постановки центральными банками невыполнимых задач. Особенно это касается тех экономистов, которые верят, что монетарная политика должна постоянно использоваться для сокращения безработицы. Ввиду этого центробанки для достижения поставленных задач вынуждены использовать экспансионистскую политику, это часто приводит к обратному результату, т.е. инфляция растет, а безработица увеличивается. В этом случае ИТ освобождает центральный банк от такого давления. В свою очередь прозрачность, связанная с использованием ИТ поможет «установить якорь» для инфляционных ожиданий. Исходя из этого финансовые институты и участники национального рынка могут с определенной уверенностью планировать свои действия с учетом минимизации «инфляционных сюрпризов» и связанных с ними потерь.

Сторонники использования режима ИТ считают, что он упорядочит монетарную политику. Действительно, в конце 90-х гг. XX в. эта система считалась вполне успешной, однако в последнее время после ряда неудачных действий, появилась необходимость избежать рисков, связанных с личностным фактором в принятии решения. Так, некоторые исследователи считают, что действия и высказывания Алана Гринспена (председатель Федеральной Резервной Системы с 1987 по 2006 г.) во многом предопределили возникновение и развитие ипотечного кризиса. Ими же отмечено, что существующая система не дает возможности определить, как она на самом деле работает. Например, хотя денежные агрегаты играют большую роль, они являются лишь переменными для установки Правительством и Парламентом конечных целей. Это же касается и инфляции. Используя инфляционное таргетирование, ЦБ не отвлекается на дискуссии, напрямую не связанные с инфляцией, отвечая лишь за ее стабильность.

Противники инфляционного таргетирования [2] обращают внимание на то, что режим ИТ ослабляет гибкость центрального банка, позволяющую ему отвечать на современные вызовы. Цель инфляционного таргетирования — сфокусировать внимание монетарной политики на инфляции, однако концентрация внимания на количественных показателях инфляции ослабит гибкость денежной политики и сократит поле деятельности ЦБ. В условиях стабильности всякое изменение в краткосрочном периоде увеличивает степень неопределенности. Скептики отмечают, что денежно-кредитная политика требует сбалансированного подхода к разнообразным целям: финансовой стабильности, низ-

кой инфляции и полной занятости. Инфляционное таргетирование связывает ЦБ с прогнозами инфляции, например, переоценка инфляции может оказать негативное влияние на всю экономику в среднесрочной перспективе.

Сторонники ИТ утверждают, что она приведет к точной отчетности, и в целом это справедливо, но концентрация только на этом одном показателе не может быть панацеей от всех проблем, таких как безработица или внешние шоки. Проведение подобной политики освобождает от ответственности за макроэкономическую стабильность. Что же касается транспарентности, то в условиях инфляционного таргетирования она носит относительный характер, так как не объясняет некоторые макроэкономические показатели: валовой выпуск продукции и уровень безработицы.

Несмотря на указанные недостатки, переход к режиму ИТ в условиях развивающейся экономики [6] может проходить под влиянием малых масштабов инфляционных процессов, при которых теряется устойчивая взаимосвязь обменного курса и конечной цели инфляции. При этом ограничивается возможность корректировки динамики обменного курса к долгосрочному равновесию, что может привести к хроническому инфляционному давлению (в случае если курс систематически ниже равновесного) или к снижению темпов экономического роста (при систематическом превышении равновесного уровня). В этих условиях ограничивается возможность передачи процентного сигнала денежно-кредитной политики через канал обменного курса, что увеличивает продолжительность реакции динамики цен на изменения в денежно-кредитной политике. На фоне относительно низкого уровня инфляции, приближенного к темпам в странах — основных экономических партнерах, значительные колебания внешнеэкономической конъюнктуры затрудняют выбор номинального обменного курса и особенно обеспечение заранее задаваемого его целевого (оптимального) параметра. Кроме того, в условиях сравнительно невысокого уровня монетизации экономики сохраняется неопределенность количественных оценок скорости обращения денег. Это делает функцию спроса на деньги неустойчивой и не позволяет центральному банку для контроля над инфляцией полностью полагаться только на рассчитанные на год вперед темпы роста денежных показателей.

Для успешной реализации политики по таргетированию инфляции основным фактором является наличие у центрального банка четкого представления, как функционирует экономика, применение какого инструментария наиболее целесообразно в той или иной ситуации, с каким лагом принимаемые им меры отражаются на экономике государства и насколько эффективна проводимая им денежно-кредитная политика. Ответы на эти вопросы можно получить, изучив структуру и оценив эффективность трансмиссионного механизма.

Термин «трансмиссионный механизм» впервые появился в кейнсианском анализе. Трансмиссионным механизмом была названа система переменных, через которую предложение денег влияет на экономическую активность.

Воздействие денежно-кредитной и валютной политики на объем выпуска и инфляцию осуществляется через канал обменного курса, канал процентной ставки, объемный кредитный канал и канал благосостояния. Последователи Кейнса изучают влияние денежного предложения на экономическую деятельность с помощью структурных моделей, отражающих функционирование экономики в виде системы уравнений, которые описывают поведение фирм и потребителей в различных секторах национального хозяйства.

Структура трансмиссионного механизма состоит из каналов, представляющих собой цепочки макроэкономических переменных.

Импульс изменений, передаваемых экономике, проходит три фазы развития [7]. На первой фазе с помощью своих инструментов ЦБ оказывает влияние на рыночные процентные ставки и валютный курс; во второй происходит кор-

рекция цен на финансовые активы, которая сказывается на расходах домашних хозяйств и предприятий. Изменения, произошедшие в реальном секторе, возвращаются к финансовой системе через изменения в структуре баланса заемщиков. Начинается второй раунд коррекции рыночных процентных ставок. Наконец, в течение третьей фазы наблюдается макроэкономическая адаптация: изменение темпов экономического роста и безработицы, что индуцирует пересчет цен и заработной платы. Национальная экономика переходит к новому экономическому равновесию.

Воздействие денежно-кредитной и валютной политики на объем выпуска и инфляцию [8] осуществляется через канал обменного курса, который отражает воздействие денежно-кредитной и валютной политики на совокупный спрос и производство (данный канал показывает чувствительность внутренних цен к изменениям валютного курса), канал процентной ставки, который выглядит следующим образом: изменяет уровень ставок по размещению и привлечению средств коммерческими банками у ЦБ, стимулирует коммерческие банки пересматривать процентные ставки как по межбанковским кредитам, так и по депозитно-кредитным операциям с предприятиями, организациями и физическими лицами. Проводя политику пересмотра процентных ставок, коммерческие банки могут регулировать приток/отток денежных средств в реальный сектор и оказывать тем самым влияние на совокупный выпуск и уровень инфляции. Посредством кредитного канала центральный банк имеет больше возможностей для воздействия на инфляцию и экономический рост. Канал благосостояния (согласно гипотезе сбережений в процессе жизненного цикла, предложенной Ф. Модильяни и А. Эндо в 1970 г.) выступает главным детерминантом потребительских расходов. В связи с тем, что изменение процентной ставки оказывает влияние на ценность долгосрочных финансовых активов, в которых размещаются сбережения (акции, облигации, недвижимость драгоценные металлы), ее рост ведет к падению потребления и снижению благосостояния.

Есть все основания предполагать, что готовность к прямому инфляционному таргетированию можно определить по степени развитости данных каналов, исключив постоянные коррекции со стороны центрального банка.

В настоящее время Национальный банк Республики Беларусь официально не высказывал мнение о скорой возможности перехода к инфляционному таргетированию, так как в сложившейся экономической модели пока еще не создано двух важных условий: высокой степени оперативной независимости Национального банка и отказа органов государственной власти от таргетирования уровня других номинальных переменных (например, номинального обменного курса). По мнению первого заместителя Председателя Правления Национального банка Республики Беларусь П.В. Каллаура [9], в условиях глобализации лучше таргетировать инфляцию напрямую, чем добиваться желаемого темпа инфляции с помощью промежуточных целевых ориентиров.

Несмотря на то, что есть хорошие результаты в странах, использующих данный режим, в Республике Беларусь существуют препятствия перехода к инфляционному таргетированию. Главная причина, по которой переход к политике ИТ может оказаться затруднительным, состоит в недостаточной развитости финансовой системы. В Польше переходу к новой политике предшествовали крупные реформы в финансовом секторе и развитие финансовых рынков. Есть две основные причины, по которым подобные меры существенно упростят проведение политики таргетирования инфляции. Во-первых, развитая финансовая система будет абсорбировать внешние шоки (например, колебания обменного курса могут хеджироваться форвардными контрактами). Это приведет к тому, что Нацбанку не придется регулярно прибегать к инфляционным мерам по спасению банковской системы в случае локальных кризисов. Во-вторых, хорошо развитый и ликвидный рынок краткосрочного долга с низким

риском предоставит Нацбанку хороший альтернативный инструмент денежной политики. Зрелая банковская система способствует реализации политики таргетирования инфляции, так как меры по поддержанию функционирования испытывающей проблемы банковской системы зачастую входят в конфликт с основополагающей целью поддержания стабильности цен. Хрупкая и сегментированная банковская система представляет собой угрозу для таргетирования инфляции в силу необходимости частого вмешательства Национального банка и Правительства для поддержания стабильности. Хорошо развитая система межбанковских кредитов может уменьшить эти риски, так как позволяет банкам занимать средства друг у друга, лишая Нацбанк необходимости вступать в игру. Более того, ликвидный межбанковский рынок и в стабильное время упрощает проведение денежной политики, так как трансакции между Нацбанком и каким-либо коммерческим банком сразу отражаются на стоимости денег во всей банковской системе.

Как следствие, можно отметить, что высокая доля экспорта и импорта в валовом внутреннем продукте имеет более высокую зависимость внутренних цен от динамики обменного курса национальной валюты, а потому достижение целей по инфляции будет в определенной степени независимой от действий денежных властей на валютном рынке.

Следующим фактором, препятствующим переходу к ИТ, является низкая степень прозрачности трансмиссионного механизма. Применение режима инфляционного таргетирования предполагает наличие достаточно точной и устойчивой макроэкономической модели, которую в условиях переходной экономики сложно построить. Это может быть вызвано недостаточно высокоэффективной информационной политикой денежных властей. Например, в открытых экономиках канал обменного курса оказывается наиболее важным элементом трансмиссионного механизма, однако его действие не в полной мере отражает приоритеты денежно-кредитного регулирования. Любые попытки стабилизации курса приводят к эффекту так называемой инструментной нестабильности и сопряжены с риском неявного закрепления за обменным курсом статуса номинального якоря, причем более приоритетного по сравнению с инфляционной целью.

Дополнительным препятствием может послужить действующая процентная политика, так как денежная политика Республики Беларусь в настоящее время подчинена внешнеэкономической ситуации, и основной объем эмиссии денег происходит посредством валютных интервенций, а не процентных инструментов.

В Программе развития банковского сектора экономики Республики Беларусь на 2006–2010 гг. (п. 3.2) отмечена возможность перехода к прямому таргетированию инфляции. Разработчики этого документа объясняют необходимость перехода к ИТ тем, что в условиях роста цен происходят существенные изменения во взаимосвязях инструментов и целей денежно-кредитной политики. Они полагают, что использование ИТ создаст предпосылки упрощения интеграции национальной денежно-кредитной системы в мировой рынок.

Для реализации Программы развития банковского сектора по созданию предпосылок перехода к режиму инфляционного таргетирования могут быть предприняты меры к увеличению степени оперативной независимости Национального банка. В условиях конфликта денежной и фискальной политики у Нацбанка должна быть возможность предотвратить попытки увеличения темпов инфляции, например, в целях краткосрочного увеличения занятости и промышленного производства или финансирования бюджетного дефицита. Это сложно представить без политического консенсуса в пользу стабильности цен (низкой инфляции). Даже формальная независимость, закрепленная в законе, может быть недостаточной для эффективной реализации основной миссии Национального банка. Необходима скоординированная работа Правительства и

Национального банка, результатом чего должна стать единая позиция по ценовой стабильности, что в свою очередь приведет к либерализации системы ценообразования, которое в настоящее время требует реформирования.

Создание условий перехода к прямому инфляционному таргетированию сложно представить без соблюдения принципа одной цели денежной политики (целевой показатель инфляции) и одного инструмента (краткосрочная процентная ставка) для достижения этой цели. А это, вероятно, требует постепенного отказа от фиксации валютного курса, иначе инфляция будет оставаться вне контроля денежных властей и определяться изменениями курса и внешней инфляции. Значительная долларизация экономики создает препятствия для перехода к ИТ, так как она повышает значимость обменного курса по сравнению с внутренними процентными ставками. При этом центральный банк начинает уделять больше внимания платежному балансу. Опыт применения инфляционного таргетирования в Польше [10] показывает, что оно способно снизить долларизацию экономики.

Как было сказано ранее, для успешного внедрения инфляционного таргетирования, с одной стороны, нужны развитый финансовый рынок и стабильная банковская система. Без этого каналы трансмиссии денежной политики не будут работать несовершенным образом. С другой стороны, таргетирование инфляции при свободно плавающем курсе и свободном движении капитала способствует развитию внутреннего денежного и валютного рынка. Воздействие денежно-кредитной и валютной политики на объем выпуска и инфляцию осуществляется через каналы обменного курса, процентной ставки, оценки активов и объемный кредитный канал. Исходя из этого перед монетарными властями стоит задача по созданию условий для нормального функционирования трансмиссионных механизмов, для чего необходимы предпосылки формирования нормального рынка ценных бумаг, который в настоящее время полностью не сформировался. Подобная политика, вероятно, будет связана с проведением ряда мер с целью увеличения конкуренции между коммерческими банками, повышения капитализации за счет иностранных инвестиций. В настоящее время уже предприняты меры по увеличению доли участия иностранных финансово-кредитных институтов в банковском секторе Республики Беларусь, однако в условиях финансового кризиса не стоит ожидать резкого повышения инвестиционного интереса со стороны ведущих международных финансовых групп. Это связано с уменьшением стоимости крупнейших американских и европейских финансово-кредитных учреждений, которые в настоящее время в некоторой степени являются конкурентами белорусских банков на мировом рынке капиталов и по понятным причинам имеют ряд преимуществ. Крупные ближневосточные и азиатские инвестиционные фонды, на которые рассчитывают западные финансовые институты, крайне заинтересованы в стабильности ситуации, так как нормальное функционирование американской и европейской экономик дает возможность странам — экспортерам энергоресурсов сохранить существующие темпы поступлений валютной выручки. При этом стоит учитывать позитивные результаты в данном направлении. Примером может служить приход на отечественный рынок ливанского «Франсбанка» и создание совместного белорусско-иранского «ТК-банка».

Необходимо отметить, что важную роль в создании предпосылок перехода к режиму прямого инфляционного таргетирования должны сыграть координация и сотрудничество с Центральным банком России. Это связано с переходом в будущем Российской Федерации к режиму инфляционного таргетирования [11]. Подобное развитие событий вынудит отечественные монетарные власти совершать действия по синхронизации денежно-кредитной политики Республики Беларусь в рамках Союзного Государства, что приведет к еще большей

капитальной открытости национальной экономики, увеличив риски, связанные с интеграцией в мировой финансовый рынок.

Подводя краткий итог, можно сделать следующие выводы:

1. До сих пор нет однозначного толкования понятия «инфляционное таргетирование», так как, с одной стороны, под этим термином понимают правило, которым руководствуются при проведении денежно-кредитной политики, а с другой — систему, на основе которой формируется монетарная политика.

2. В рамках дискуссии о роли центрального банка в экономической жизни общества сохраняется полемика относительно степени его независимости и ответственности за инфляционные процессы.

3. Эмпирический опыт стран с переходной экономикой, использующих режим прямого инфляционного таргетирования, показывает необходимость формирования устойчивых трансмиссионных механизмов, для успешного внедрения данной политики.

4. В настоящее время рано говорить о возможности скорого перехода Республики Беларусь к режиму инфляционного таргетирования, однако проводить подготовительную работу в сфере совершенствования трансмиссионных механизмов необходимо для создания предпосылок к такому переходу в будущем. Таким образом, таргетирование инфляции является не целью, а средством успешной денежно-кредитной политики.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. *Криворотов, Д.* Инфляционное таргетирование / Д. Криворотов // Банк. вестн. — 2003. — □ 7.
2. *Walsh, C.E.* U.S. Inflation Targeting: Pro and Con / C.E. Walsh, G.D. Rudebusch [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr98/el98-18.html#subhead3>. — Date of access: 01.03. 2009.
3. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience / B.S. Bernanke, T. Laubach, F.S. Mishkin [et al]. — Princeton University Press, 2001.
4. *Snowdon, B.* An Encyclopedia of Macroeconomics / B. Snowdon, R. Howard. — Vane Published by Edward Elgar Publishing, 2002.
5. *Bernanke, B.* The Inflation-targeting Debate / B. Bernanke, M. Woodford // National Bureau of Economic Research University of Chicago Press, 2005.
6. Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries / A. Chaechter, M.R. Stone, M. Zelmer [et al]. — International Monetary Fund, 2000.
7. *Моисеев, С.Р.* Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / С.Р. Моисеев // Финансы и кредит. — 2002. — □ 18.
8. *Нуреев, Р.* Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования / Р. Нуреев, М. Сапьян // Экон. вестн. Ростовского гос. ун-та. — 2008. — □ 1. — Т. 6.
9. *Каллаур, П.* Монетарные и финансовые аспекты глобализации: Республика Беларусь / П. Каллаур // Вестн. Беларус. дзярж. экан. ун-та. — 2008. — □ 1.
10. *Улюкаев, А.* Предпосылки и последствия внедрения таргетирования инфляции в России / А. Улюкаев, О. Замулин, М. Куликов // Экон. политика. — 2006. — □ 2.
11. *Фетисов, Г.* Монетарная политика России: цели, инструменты и правила / Г. Фетисов // Вопр. экономики. — 2008. — □ 11.

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