

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА



А. И. ХАРИТОНЧИК

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

В статье с помощью метода «синтетического контроля» анализируется эффективность использования инфляционного таргетирования в государствах с переходной экономикой. Сделан вывод, что применение инфляционного таргетирования способствовало снижению уровня и волатильности инфляции, поддержанию сбалансированности экономики и развитию финансово-кредитных отношений.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование; метод «синтетического контроля»; инфляция; монетарная политика; экономический рост.

УДК 336.7

Инфляционное таргетирование (далее – ИТ) можно охарактеризовать как режим монетарной политики, основанный на использовании прогноза инфляции в качестве промежуточного целевого ориентира (номинального якоря). Центральный банк прогнозирует предстоящую динамику инфляции и на основе этого прогноза задает количественно целевой ориентир по инфляции на планируемый период, не принимая на себя обязательств по достижению других целевых ориентиров [1].

Преимуществами ИТ перед другими монетарными режимами являются четкая идентификация целей и приоритетов денежно-кредитной политики, укрепление доверия к денежно-кредитной политике и ограничение инфляционных ожиданий, большая гибкость денежно-кредитной политики, увеличение влияния монетарной политики на экономику развивающихся государств и трансформация трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики к уровню развитых стран.

В то же время развивающиеся государства при переходе к ИТ могут столкнуться с рядом проблем, к которым относят доминирование бюджетной политики над монетарной, нестабильность взаимосвязей экономических показателей, долларизацию экономики, зависимость экономики от внешнего сектора, преобладание немонетарных факторов инфляции и др.

Национальный банк Республики Беларусь объявил о переходе с февраля 2015 г. к реализации денежно-кредитной политики в режиме монетарного таргетирования, когда в качестве промежуточной цели устанавливается при-

Анатолий Игоревич ХАРИТОНЧИК (zxcv.92@mail.ru), специалист управления прогнозирования Главного управления монетарной политики и экономического анализа Национального банка Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь).

рост широкой денежной массы. Данный переход обусловлен необходимостью установления номинального якоря монетарной политики, обеспечивающего стабилизацию цен с учетом отсутствия прямого влияния Национального банка на цены товаров и услуг. Выбор в пользу монетарного таргетирования объясняется тем, что денежная масса демонстрирует устойчивую связь с основными показателями, характеризующими динамику общего уровня цен. Кроме того, данный режим задает четкое правило монетарной политики и является достаточно простым для понимания экономическими агентами. Национальным банком было отмечено, что режим монетарного таргетирования рассматривается как промежуточный для последующего перехода к режиму ИТ [2].

Следует отметить, что для экономики Республики Беларусь, как и для большинства стран с развивающимся рынком, характерен ряд проблем, препятствующих переходу к полномасштабному ИТ. Среди них можно обозначить высокую инерционность инфляции и ее зависимость от колебаний обменного курса, долларизацию депозитов и кредитов, высокую открытость экономики и др. В то же время наличие объективных преград к использованию ИТ в краткосрочной перспективе не отвергает необходимость рассмотрения возможностей применения данного режима монетарной политики в Республике Беларусь в среднесрочном и долгосрочном периодах. И на первом этапе представляется целесообразным провести анализ эффективности использования данного режима монетарной политики в иностранных государствах.

Существует достаточно большое число эмпирических исследований по данной теме. Л. Болл и Н. Шеридан в работе «Имеет ли смысл инфляционное таргетирование?» (2003) сравнили динамику инфляции, процентных ставок и выпуска в семи странах ОЭСР, которые приняли ИТ, и в тринадцати странах, не проводивших такой политики. Было установлено, что страны, применявшие ИТ (далее — ИТ-страны), испытывали более сильную дезинфляцию, чем государства, использовавшие другие режимы монетарной политики (далее — НИТ-страны). Был сделан вывод, что это обусловлено более высокими темпами инфляции в начале 90-х гг. XX в. в ИТ-странах и представляет собой не что иное, как возврат к среднему значению, а не достижения ИТ [3].

В работе «Макроэкономические эффекты инфляционного таргетирования» (2004) А. Левин, Ф. Наталуччи и Дж. Пигер выявили, напротив, подтверждения того, что в ИТ-странах инфляционное давление ниже, а инфляционные ожидания имеют перспективный характер и лучше регулируются [4].

В работе «Инфляционное таргетирование в долларизированных экономиках» (2006) Л. Лейдерман, Р. Маино и Э. Паррадо сравнили изменения в экономике Перу после введения ИТ и Боливии, не использовавшей подобного режима. Был сделан вывод, что ИТ способствует снижению уровня финансовой долларизации экономики и снижает передаточный эффект от изменений обменного курса к ценам [5].

В работе Ф. Мишкина и К. Шмидт-Хеббеля «Создает ли инфляционное таргетирование различие?» (2007) на основе анализа панельных данных установлено, что ИТ помогает странам достичь низкой и стабильной инфляции в долгосрочном периоде. Кроме того, в исследовании был сделан вывод, что ИТ способствует повышению эффективности монетарной политики и снижает передаточные эффекты от шоков валютного курса и нефтяных котировок на инфляцию [6].

В исследовании Р. С. Барбоса, Р. Д. Брито и В. К. Телеса «Где имеет смысл инфляционное таргетирование?» (2012) была оценена эффективность введения ИТ в семи индустриально развитых государствах. Был сделан вывод, что ИТ способствует замедлению инфляционных процессов, так как в

большинстве государств уровень инфляции в 1990-е гг. после введения ИТ был ниже, чем в их синтетических аналогах [7].

В работе «Работало ли инфляционное таргетирование в Соединенном Королевстве и Чили? Тематические исследования с использованием метода синтетического контроля» (2012) О. Эрен, С. М. Миллер, В. С. Фан оценили влияние принятия ИТ на динамику инфляции в Великобритании и Чили. Был сделан вывод, что принятие ИТ не привело к каким-либо значимым последствиям для экономики Великобритании, в то время как в Чили оно значительно способствовало снижению инфляции [8].

В большинстве исследований оценивается эффективность использования ИТ в развитых странах, в то время как для Республики Беларусь большое значение имеет опыт государств с переходной экономикой, выбравших ИТ в качестве режима монетарной политики, поэтому целью настоящей работы является оценка эффективности использования ИТ в зарубежных государствах с переходной экономикой.

На сегодняшний день существуют два основных метода, применяемых для оценки эффективности использования того или иного режима монетарной политики: метод «разности-в-разностях» и метод «синтетического контроля». В большинстве эмпирических исследований авторы используют метод «разности-в-разностях», который позволяет оценить различие в средних значениях исследуемых макроэкономических показателей в ИТ-странах, после введения данного режима и НИТ-странах [3; 6].

Метод «разности-в-разностях» имеет существенный недостаток. Для оценки эффективности применения ИТ теоретически необходимо сравнение динамики макроэкономических показателей ИТ-стран с их динамикой в случае, если бы данные государства не использовали ИТ. Метод «разности-в-разностях» для подобного сравнения использует фактические данные по выборке НИТ-стран. Однако на динамику макроэкономических показателей в НИТ-странах могут влиять различные ненаблюдаемые факторы, поэтому использование их для сравнения с ИТ-странами может привести к ошибочным выводам относительно эффективности ИТ.

Методом, позволяющим устранить описанные выше недостатки, является метод «синтетического контроля», который был предложен А. Абади, Х. Гардезабалем (2003) и А. Абади, А. Даймондом, Й. Хаимюллером (2011) [9; 10]. Суть данной методики заключается в том, что для объекта, который подвергся определенному воздействию, строится его синтетическая копия, являющаяся взвешенной комбинацией объектов, которые данному воздействию не подвергались (контрольная группа) [9; 10]. Таким образом, становится возможным сравнить динамику определенных показателей объекта, подвергшегося воздействию, с их динамикой, в случае если бы данного воздействия не было.

Применение метода «синтетического контроля» для изучения эффективности ИТ нашло отражение в исследованиях С. Барбоса, Р. Д. Брито и В. К. Телеса (2012) и О. Эрен, С. М. Миллера, В. С. Фан (2012) [7; 8].

В данной статье с использованием метода «синтетического контроля» анализируется эффективность принятия ИТ в странах с переходной экономикой на примере Чехии, Польши и Венгрии. Практическая реализация метода осуществлена с использованием пакета Synth на языке программирования R [10].

В качестве контрольной группы были отобраны следующие государства: Германия, Словакия, Словения, Португалия, Швейцария, Российская Федерация, Республика Беларусь. При этом в зависимости от того, для какой ИТ-страны строился синтетический аналог, выборка НИТ-стран, входящих в контрольную группу, корректировалась для достижения лучших результатов.

Эндогенной переменной выступает индекс потребительских цен, так как именно данный индекс таргетируется в рассматриваемых ИТ-странах. В каче-

стве экзогенных переменных были отобраны лаговые переменные индекса потребительских цен и реального ВВП, которые характеризуют инерционность инфляционных процессов и спрос на деньги соответственно.

Исследование проводилось на квартальных данных — отобранных переменных за период с 1995 по 2013 г. С целью линейризации трендов, смягчения эффектов «безусловной» гетероскедастичности и исключения «эффекта масштаба» был осуществлен переход к натуральным логарифмам временных рядов. Также временные ряды переменных модели были очищены от сезонности.

Результаты анализа представлены на рис. 1—3. На оси абсцисс отображены временные периоды, на оси ординат — индексы потребительских цен нарастающим итогом. Сплошная линия характеризует фактическую динамику индексов потребительских цен в рассматриваемых ИТ-странах, а пунктирная — их вероятную динамику, если бы данные государства не приняли ИТ в качестве режима монетарной политики.

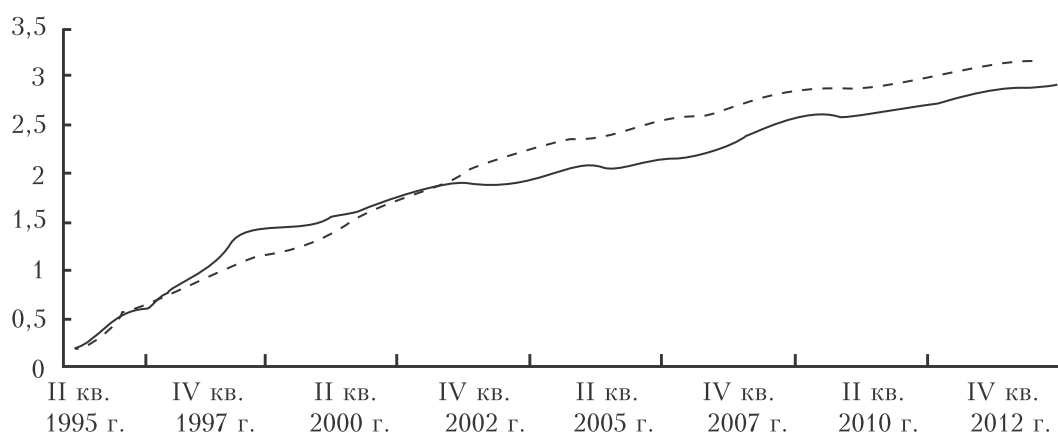


Рис. 1. Сравнение динамики индексов потребительских цен в Чехии и ее синтетическом аналоге в 1995—2013 гг.: — Чехия; - - - синтетическая Чехия

Чехия объявила о переходе к режиму ИТ в декабре 1997 г., поэтому периодом воздействия шока был выбран I кв. 1998 г. После введения ИТ уровень фактической инфляции на протяжении практически трех лет превышал уровень инфляции в синтетическом аналоге. Данный факт объясняется тем, что введение ИТ было сопряжено с отказом от режима фиксированного обменного курса, который привел к его девальвации на 27 % в 1998—2000 гг. Это обусловило высокий уровень инфляции в первые годы после введения ИТ.

Начиная с 2001 г. фактический индекс потребительских цен был ниже, чем индекс потребительских цен в синтетической Чехии. Это свидетельствует о том, что введение ИТ способствовало достижению более низких и стабильных темпов инфляции. Важно отметить, что снижение инфляции помогло достичь сбалансированных темпов экономического роста в период до мирового финансового кризиса (среднегодовой темп прироста реального ВВП составил в 1998—2008 гг. 3,8 %), а также снизить волатильность официальной процентной ставки Центрального банка (с 2,1 п. п. в 1994—1998 гг. до 1,7 п. п. в 1999—2012 гг.).

Принятие ИТ в Чехии оказалось эффективным и способствовало снижению интенсивности инфляционных процессов при сохранении сбалансированных темпов экономического роста и повышении предсказуемости процентной политики.

Польша объявила о переходе к полномасштабному ИТ в конце 1998 г., поэтому периодом воздействия шока был выбран I кв. 1999 г. Период с 1995 по 1999 г. в Польше можно охарактеризовать как переходный к классическому ИТ. В это время в государстве последовательно использовались облегченные режимы ИТ, основанные на таргетировании в большей степени обменного курса (в начале) и денежной базы (впоследствии).

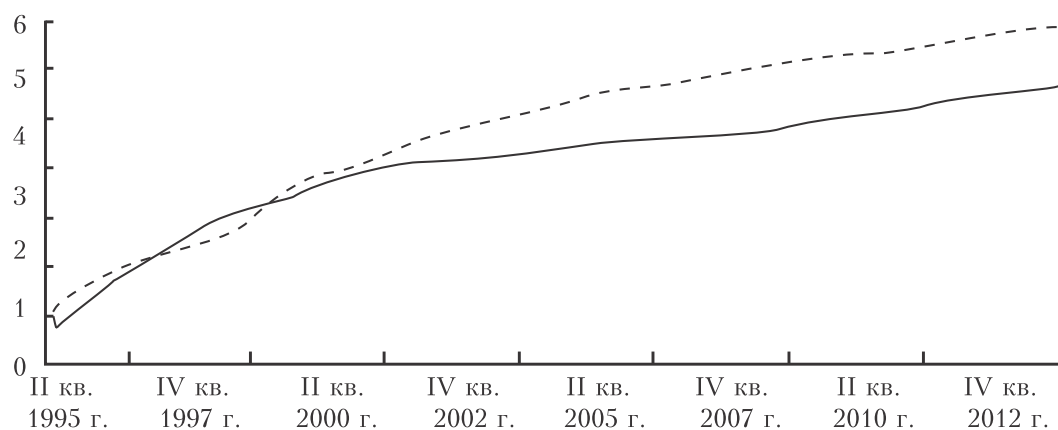


Рис. 2. Сравнение динамики индексов потребительских цен в Польше и ее синтетическом аналоге в 1995–2013 гг.: — Польша; - - - синтетическая Польша

После введения ИТ индекс потребительских цен в Польше был ниже, чем в ее синтетическом аналоге. При этом разрыв между индексами с течением времени увеличивался. Как и в случае с Чехией, низкая и стабильная инфляция в Польше была сопряжена со сбалансированными темпами экономического роста до мирового финансового кризиса (среднегодовой темп прироста реального ВВП в 1999–2008 гг. составил 4,2 %), а также с развитием банковской системы и финансового рынка (отношение активов банковской системы к ВВП увеличилось в 1998–2012 гг. на 38,3 п. п., а капитализация фондового рынка к ВВП в тот же период – на 24,5 п. п.).

Венгрия объявила о переходе к полномасштабному ИТ в июне 2001 г., поэтому периодом воздействия шока был определен III кв. 2001 г. Уровень индекса потребительских цен после введения ИТ в Венгрии был незначительно ниже, чем в ее синтетическом аналоге, вплоть до 2010 г. Столь малые расхождения в динамике индексов свидетельствуют о том, что введение ИТ в Венгрии не повлияло существенным образом на интенсивность инфляционных процессов. Однако следует отметить, что ИТ способствовало развитию финансово-кредитной системы государства, что характеризуется ростом показателя активов банковской системы к ВВП (на 30 п. п. в 2001–2012 гг.) и коэффициента монетизации экономики (на 15,2 п. п. за аналогичный период).

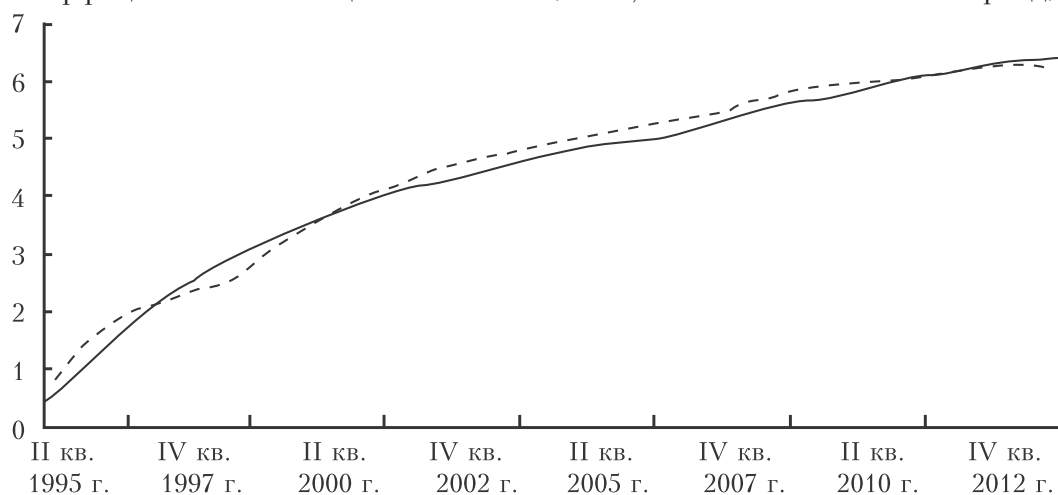


Рис. 3. Сравнение динамики индексов потребительских цен в Венгрии и ее синтетическом аналоге в 1995–2013 гг.: — Венгрия; - - - синтетическая Венгрия

Метод «синтетического контроля» для проверки адекватности полученных результатов предполагает использование так называемого эффекта плацебо.

Суть данного подхода заключается в том, что синтетическая копия для ИТ-страны строится с допущением, что данное государство подверглось шоковому воздействию в иной период, нежели фактический. Если динамика исследуемого показателя в значительной степени не зависит от гипотетического воздействия, т. е. разрывы между его значениями для государства и его синтетической копии минимальны на протяжении всего временного периода, делается вывод об адекватности полученных результатов анализа.

В данной работе проверка осуществлялась на примере Польши, для которой предполагалось шоковое воздействие, т. е. введение ИТ, в I кв. 2005 г. Результаты представлены на рис. 4.

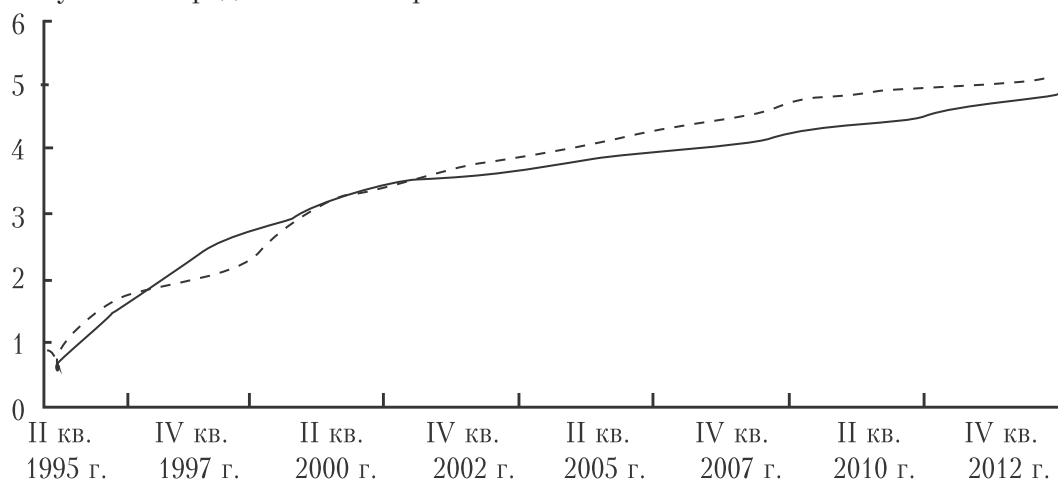


Рис. 4. Сравнение динамики индексов потребительских цен в Польше и ее синтетическом аналоге в 1995–2013 гг., эффект плацебо: — Польша; - - - синтетическая Польша

Динамика индекса потребительских цен в Польше и ее синтетическом аналоге в данном случае отличается незначительно, а воздействие предполагаемого введения ИТ в I кв. 2005 г. не наблюдается. Можно сделать вывод, что полученные результаты анализа эффективности ИТ в странах с переходной экономикой являются адекватными.

По результатам проведенного анализа можно сделать вывод, что ИТ является достаточно эффективным режимом монетарной политики в странах с переходной экономикой. Количественный ориентир инфляции, объявляемый публично, может являться эффективным источником информации и регулировать инфляционные ожидания экономических агентов.

Применение ИТ в рассматриваемых государствах способствовало поддержанию сбалансированных темпов экономического роста, низкого уровня и волатильности инфляции и процентных ставок, постепенной трансформации трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики к уровню высокоразвитых государств, снижению уровня долларизации экономики и развитию финансово-кредитной системы.

Полученные результаты свидетельствуют о целесообразности рассмотрения возможных вариантов перехода Республики Беларусь к ИТ в среднесрочной перспективе.

Литература

1. Криворотов, Д. Инфляционное таргетирование / Д. Криворотов // Банк. вестн. — 2003. — № 7 (228). — С. 32–38.
Krivorotov, D. Inflyatsionnoe targetirovanie [Inflyatsionnoye targetirovaniye] / D. Krivorotov // Bank. vestn. — 2003. — N 7 (228). — P. 32–38.
2. Итоги выполнения Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь за 2014 г. и задачи банковской системы по их реализации в 2015 г. // Банк. вестн. — 2015. — № 2 (619). — С. 3–10.

3. *Ball, L.* Does inflation targeting matter? / L. Ball, N. Sheridan. — Cambridge, 2003. — 50 p. — (Working paper № 9577 / National Bureau of Economic Research).
4. *Levin, A.* The macroeconomics effects of inflation targeting / A. Levin, F. Natalucci, J. Piger // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. — 2004. — № 86 (4). — P. 51–80.
5. *Leiderman, L.* Inflation Targeting in Dollarized Economies / L. Leiderman, R. Maino, E. Parrado. — Washington, 2006. — 22 p. — (Working paper № 06/157 / International monetary fund).
6. *Mishkin, F. S.* Does inflation targeting make a difference? / F. S. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel. — Cambridge, 2007. — 66 p. — (Working paper № 12876 / National Bureau of Economic Research).
7. *Barbosa, R. S.* Where did Inflation targeting matter? / R. S. Barbosa, R. D. Brito, V. K. Teles. — Sao Paulo, 2012. — 44 p. — (Working paper / Sao Paulo School of Economics).
8. *Miller, S. M.* Inflation targeting: does it improve economic performance? / S. M. Miller, W. S. Fang, O. Eren. — Las Vegas, 2012. — 31 p. — (Working paper / University of Nevada).
9. *Abadie, A.* The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country / A. Abadie, J. Gardeazabal // American Economic Review. — 2003. — № 93 (1). — P. 112–132.
10. *Abadie, A.* Synth: An R Package for Synthetic Control Methods in Comparative Case Studies / A. Abadie, A. Diamond, J. Hainmueller // Journal of Statistical Software. — 2011. — 42 (13). — P. 1–17.

ANATOLI KHARYTONCHYK

EFFECTIVENESS OF INFLATION TARGETING IN TRANSITION ECONOMY

Author affiliation. *Anatoli KHARYTONCHYK (zxcv.92@mail.ru), National Bank of Belarus (Minsk, Belarus).*

Abstract. The author analyzes effectiveness of inflation targeting in transition economy countries based on synthetic control method. The conclusion is drawn that the use of inflation targeting has contributed to the reduction in the level and volatility of inflation, to the maintenance of economic balance, and development of monetary relations.

Keywords: inflation targeting; synthetic control method; inflation; monetary policy; economic growth.

UDC 336.7

*Статья поступила
в редакцию. 26.06. 2015 г.*

А. С. СТРИЖЕВИЧ

ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Целью данной статьи является поиск оптимальной степени прозрачности деятельности центрального банка для достижения целей денежно-кредитной политики государства.

Александра Сергеевна СТРИЖЕВИЧ (astrizhevich@list.ru), ассистент кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

References

1. *Криворотов, Д.* Инфляционное таргетирование / Д. Криворотов // Банк. вестн. — 2003. — № 7 (228). — С. 32—38.
1. *Krivorotov, D.* Inflyatsionnoe targetirovanie [Inflyatsionnoye targetirovaniye] / D. Krivorotov // Bank. vestn. — 2003. — N 7 (228). — P. 32—38.
2. Итоги выполнения Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь за 2014 г. и задачи банковской системы по их реализации в 2015 г. // Банк. вестн. — 2015. — № 2 (619). — С. 3—10.
3. *Ball, L.* Does inflation targeting matter? / L. Ball, N. Sheridan. — Cambridge, 2003. — 50 p. — (Working paper № 9577 / National Bureau of Economic Research).
4. *Levin, A.* The macroeconomics effects of inflation targeting / A. Levin, F. Natalucci, J. Piger // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. — 2004. — № 86 (4). — P. 51—80.
5. *Leiderman, L.* Inflation Targeting in Dollarized Economies / L. Leiderman, R. Maino, E. Parrado. — Washington, 2006. — 22 p. — (Working paper № 06/157 / International monetary fund).
6. *Mishkin, F. S.* Does inflation targeting make a difference? / F. S. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel. — Cambridge, 2007. — 66 p. — (Working paper № 12876 / National Bureau of Economic Research).
7. *Barbosa, R. S.* Where did Inflation targeting matter? / R. S. Barbosa, R. D. Brito, V. K. Teles. — Sao Paulo, 2012. — 44 p. — (Working paper / Sao Paulo School of Economics).
8. *Miller, S. M.* Inflation targeting: does it improve economic performance? / S. M. Miller, W. S. Fang, O. Eren. — Las Vegas, 2012. — 31 p. — (Working paper / University of Nevada).
9. *Abadie, A.* The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country / A. Abadie, J. Gardeazabal // American Economic Review. — 2003. — № 93 (1). — P. 112—132.
10. *Abadie, A.* Synth: An R Package for Synthetic Control Methods in Comparative Case Studies / A. Abadie, A. Diamond, J. Hainmueller // Journal of Statistical Software. — 2011. — 42 (13). — P. 1—17.