

Ключевые слова:

инфляционное таргетирование,
денежно-кредитная политика, кризис,
монетарные условия, номинальный якорь

А. В. Чаркин, аспирант кафедры «Финансы» ГУМФ
(e-mail: alexcharkin@inbox.ru)

Мировой опыт инфляционного таргетирования

Тема инфляционного таргетирования как режима государственной денежно-кредитной политики (далее — ГДКП) представляет достаточно большой научный интерес, несмотря на ее серьезную проработку западными и отечественными специалистами. Интерес возникает при рассмотрении вопросов внедрения данного режима в странах, практикующих другую модель ГДКП либо использующих элементы инфляционного таргетирования и не готовых перейти на него полностью.

Под инфляционным таргетированием понимается такой режим денежно-кредитной политики, когда ее единственной безусловной конечной целью является поддержание ценовой стабильности¹. В настоящее время его де-юре практикует 27 стран. Поэтому ответы на вопросы по его внедрению в определенных макроэкономических условиях следует искать в международном опыте.

Россия находится в процессе перехода к инфляционному таргетированию. При этом макроэкономические условия в нашей стране обуславливают определенную специфику внедрения нового режима. В первую очередь она связана с сильной зависимостью российской экономики от цены на нефть. Соответственно, возникающие из-за структуры торгового баланса валютные риски, требующие регулирования со стороны денежных властей, — это дополнительные факторы, с которыми невозможно не считаться при реализации ГДКП.

Мировой опыт позволяет найти решение этих проблем. Для России наибольший интерес в этой связи представляют две страны — Чили и Норвегия. Первая — как страна с достаточно нестабильной экономикой, сильно зависящей от цен на экспортируемое сырье, прошедшая долгий путь перед введением полноценного инфляционного таргетирования. Вторая — как экспортер нефти, с проблемами, по сути, аналогичными российским, но меньшими по масштабу, за короткий срок добившаяся вполне

¹ См.: Чаркин А. Теоретические основы инфляционного таргетирования // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2011. — № 1.

убедительных результатов. В качестве своеобразного эталона можно рассматривать опыт любой страны-пионера, т. е. той страны, которая ввела инфляционное таргетирование в период с 1990 по 1993 гг. Опыт Новой Зеландии достаточно подробно проанализирован А. Ю. Жигаевым², поэтому для настоящей работы выбрана Англия.

Изучение опыта названных стран даст ответы на следующие вопросы: какие этапы и реформы проходила ГДКП при переходе на инфляционное таргетирование, какие показатели использовались для таргетирования, какие инструменты денежные власти применяли в качестве операционных, в какой форме производился информационный обмен с рынком, насколько эффективной по факту являлась проводимая политика, удалось ли достичь поставленных целей.

АНГЛИЯ

В отличие от Новой Зеландии, где внедрение инфляционного таргетирования было следствием дискуссионных и политических процессов, Соединенное Королевство столкнулось с необходимостью реформирования ГДКП в результате кризисных явлений сентября 1992 г. и последовавшей за этим девальвации фунта стерлингов.

Инфляционный ориентир в Англии был анонсирован Министром финансов в октябре 1992 г., после чего перед Банком Англии была поставлена задача — формировать ежеквартальный инфляционный отчет (BOE Inflation Report), чтобы общественность страны получила возможность следить за достижением инфляционного ориентира. Целью предпринятых мер было восстановление доверия к правительству в части проводимой им политики по сдерживанию цен. Следует отметить, что никаких общественных обсуждений реформы не проводилось. Новый режим ГДКП позиционировался как политика правящей консервативной партии, поэтому существовала вероятность его пересмотра впоследствии новым парламентом.

Наиболее существенным изменением ГДКП Англии стал отказ от существовавших ранее монетарных и курсовых ориентиров. Данное решение было стратегическим — уйти от использования любых промежуточных целей. Монетарным и курсовым показателям была отведена только статистическая функция.

Таргетируемой переменной Банк Англии на первом этапе назначил годовое изменение индекса розничных цен (Retail Price Index — RPIX), включающего цены на жилье и консульский налог. Количественно ориентир был задан в диапазоне от 1 до 4 % сроком до конца 1997 г., т. е. до следующих выборов в Парламент. Данный ценовой индекс хорошо воспринимался финансовой прессой и рынками. При этом таргетирование диапазона неожиданно было расценено не как подстраховка, а как своеобразное ограничение, лимит для дискреционных действий в области реализации ГДКП, что обеспечило дополнительную поддержку проводимой политике.

Уже тогда, на начальных этапах внедрения, Банк Англии и Казначейство официально обозначили необходимость перехода к точечному таргетированию в неопределенном будущем. Впервые об этом было открыто заявлено в июне 1995 г.³ При этом серьезным недостатком нового режима являлась его привязка к политической конъюнктуре: существовала вероятность корректировки проводимой политики после парламентских выборов, что порождало известную неопределенность в вопросе

² См.: Жигаев А. Денежно-кредитная политика Новой Зеландии // Деньги и кредит. — 2010. — № 2.

³ См.: *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* / Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. — USA, New Jersey: Princeton University Press, 1999.

о продолжении курса после окончания планового периода. Как следствие, возникали сомнения в способности, а главное, в наличии политической воли для достижения инфляционных ориентиров по мере приближения окончания горизонта таргетирования. Данные ожидания были нивелированы заявлением лейбористской партии о том, что в случае победы на выборах 1997 г. политика инфляционного таргетирования будет продолжена в форме точечного таргетирования на уровне 2,5 % или меньше. Такое заявление оказало существенную поддержку проводимой политике и укрепило доверие к Банку Англии.

В своем исследовании Б. Бернанке указывает, что Банк Англии таргетирует не фактическое значение индекса цен, а ожидаемое⁴. Это значит, что политика будет успешной только в случае, если собственный прогноз Банка Англии на протяжении двух лет будет совпадать с рыночными ожиданиями по ценовому индексу.

С мая 1997 г. реформа ГДКП в Англии продолжилась. Основные постулаты инфляционного таргетирования были оставлены без изменений, однако был сформирован новый орган — Комитет по денежной политике, ответственный за операционные решения в области процентной политики. Кроме того, была закреплена подотчетность финансовых и монетарных органов перед Парламентом за решения в области экономической политики. С мая 1997 г. инфляционный ориентир приобрел точечное значение в 2,5 %, как и было запланировано по первоначальному сценарию. Однако уже в декабре 1997 г. был обозначен новый ориентир — 2 %, а также была изменена таргетируемая переменная: вместо RPIX стал использоваться гармонизированный индекс потребительских цен (Harmonized index customer price — HICP). Данный переход позволил сразу достичь инфляционного ориентира — инфляция, рассчитанная по HICP, с мая 1997 г. находилась на уровне 2 %⁵.

В 1998 г. вступил в силу новый Акт о Банке Англии (Bank of England Act) в котором была зафиксирована обязанность Банка поддерживать ценовую стабильность и экономическую политику правительства. Впервые через Комитет по монетарной политике Банк Англии получил операционную независимость от Министерства финансов. Однако установление целевого ориентира по годовой инфляции, как и до нового Акта, осталось прерогативой Министра финансов. В настоящее время инфляционный ориентир в Англии составляет 2 % в год по индексу потребительских цен (Consumer Price Index — CPI), использование которого началось в 2004 г.

Каждый месяц Комитет по монетарной политике определяет процентную ставку по единственному операционному показателю — двухнедельному РЕПО. Целевой уровень поддерживается, соответственно, с помощью операций на открытом рынке — в форме РЕПО и обычной продажи государственных ценных бумаг. Банку Англии в соответствии с Актом разрешается допускать отклонения по инфляции в пределах 1 п. п. в обе стороны, в случае более резкого отклонения он предоставляет объяснения причин в письменной форме Министру финансов.

Для мониторинга развития и успехов инфляционного таргетирования Банк Англии ежеквартально публикует инфляционные отчеты, в которых приводится детальная информация о состоянии английской экономики, сопоставляются фактические и прогнозные значения таргетируемого индекса, указываются факторы, существенные для

⁴ См.: *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* / Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. — USA, New Jersey: Princeton University Press, 1999. — С. 155.

⁵ См.: King M. *Speech to the Annual Birmingham Forward* / *The Bank of England* (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>).

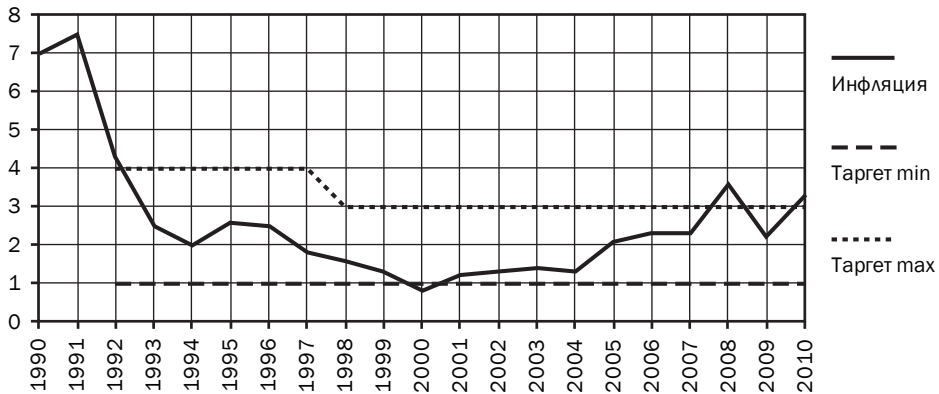
ценовой стабильности. Инфляционный отчет содержит объективный и понятный анализ инфляционных трендов, которые Банк Англии учитывает при принятии решений. При этом с самого первого отчета в нем публикуются оценки ожидаемой инфляции частного сектора, в дополнение к сделанным Банком Англии. Первые два выпуска отчет не был поделен на разделы, а с третьего выпуска он стал содержать шесть разделов: инфляция, денежные агрегаты, процентные ставки, спрос и предложение, рынок труда, поведение цен и инфляционных трендов. Кроме того, публикуется квартальный бюллетень с основными исследованиями и высказываниями официальных лиц на тему ГДКП.

До перехода на новый режим ГДКП инфляция в Англии составляла 7–7,5 %. В год перехода уровень инфляции упал до 4,3 % и в течение первого планового периода демонстрировал плавное снижение, колеблясь внутри заданного инфляционного ориентира. Среднее значение инфляции составило 2,61 % в годовом исчислении, а стандартное отклонение — 0,807 %. На рис. 1 отчетливо виден понижательный тренд.

Во второй период, с 1997 г., когда были проведены реформы режима, а ориентир пересмотрен на период до 2000 г., снижение инфляционного уровня продолжилось. Минимальное значение инфляции было достигнуто в 2000 г. и составило 0,8 %. После 2000 г. она находилась внутри доверительного интервала, однако ни разу не совпала с заданным точечным ориентиром. Среднее отклонение от ориентира составило 0,71 %. В среднем за второй период, вплоть до 2010 г., инфляция составляла 2,61 %, стандартное отклонение — 0,81 %, при этом наблюдался повышательный тренд.

Рисунок 1

Динамика инфляции в Англии в 1990–2010 гг.



Источник: составлено автором по данным Банка Англии (<http://www.bankofengland.co.uk>).

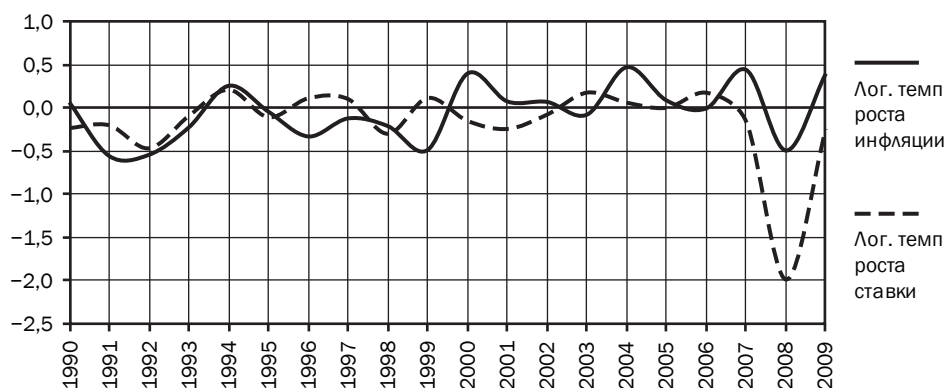
Таким образом, можно констатировать успех инфляционного таргетирования в Англии при заданном доверительном интервале. С момента внедрения таргетирования инфляция радикально снизилась и находилась в заданном промежутке 78,94 % времени, что говорит об эффективности предпринимаемых антиинфляционных мер.

При этом на рис. 2 можно увидеть достаточно тесную связь на определенных временных интервалах между инфляцией и официальной ставкой Банка Англии (Bank Rate). Сопоставлены логарифмированные темпы роста, на основании чего можно сделать вывод, что с 1992 по 1995 гг. наблюдаются почти идентичные изменения инфляции и ставки. Также сильная связь заметна с 2006 по 2010 гг., однако при

этом видно, что для корректировки инфляции требовалось большее изменение ставки, чем в предыдущий период. Это позволяет утверждать, что если снижение инфляции и не являлось следствием движения официальной ставки, то, по крайней мере, изменение этой ставки достаточно точно учитывало инфляционные ожидания в экономике.

Рисунок 2

Динамика логарифмированных темпов роста инфляции и официальной ставки в Англии в 1990–2009 гг.

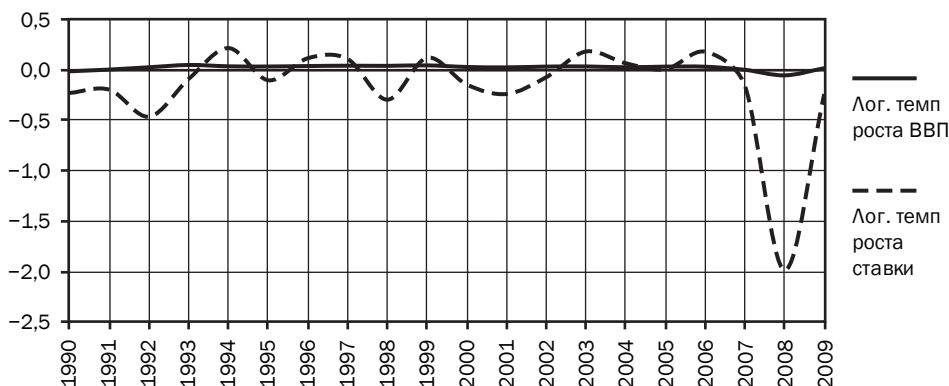


Источник: составлено автором по данным Банка Англии (<http://www.bankofengland.co.uk>).

Сопоставление логарифмированных темпов роста показывает, что динамика ВВП практически не чувствительна к изменениям официальной ставки. Исключение составляет лишь 2008 г., в который видно незначительное движение динамики ВВП вслед за серьезной корректировкой ставки. Однако подобное снижение ВВП вполне закономерно — оно объясняется пиковой фазой мирового финансового кризиса, и, скорее, следует сказать, что снижение ставки и ВВП обусловлено динамикой на мировых рынках и общей макроэкономической ситуацией в стране, а непосредственно между ними связи нет.

Рисунок 3

Динамика логарифмированных темпов роста ВВП и официальной ставки в Англии в 1990–2009 гг.



Источник: составлено автором по данным Банка Англии (<http://www.bankofengland.co.uk>).

Таким образом, реализуемое в Англии инфляционное таргетирование ввиду отсутствия сколько-нибудь существенного влияния изменения официальной ставки на темп роста ВВП не требует корректировки гибкости режима.

ЧИЛИ

Инфляционное таргетирование в Чили в качестве формы ГДКП начало формироваться в начале 1990-х гг. Однако почти десятилетие оно существовало в неразвитой, частичной форме. В работах западных экономистов это время носит название «период сосуществования»⁶. В нем использовались отдельные принципы инфляционного таргетирования — публичное объявление инфляционного ориентира и применение его в качестве основного номинального якоря (Nominal anchor). При этом возникал конфликт с другим номинальным якорем, который устанавливался и поддерживался независимо от формально объявляемого. Им в Чили служил валютный курс.

В качестве приоритетной задачи Национальный банк Чили (далее — НБЧ) определял для себя снижение инфляционного уровня до однозначных величин. Инфляционные ориентиры задавались ежегодно в сентябре в годовом отчете для конгресса. Вплоть до 1995 г. они задавались в интервальной форме, а с 1995 г. начала использоваться точечная форма определения цели. Инфляционная динамика при этом складывалась довольно успешно для НБЧ: с 25 % годовых в 1990 г. инфляция по CPI сократилась до 10 % в 1995 г., а к 1996 г. достигла значений ниже 10 %. При этом следует отметить, что, по мнению некоторых ученых, ее сокращение в Чили в период сосуществования не является безусловным следствием проводимой ГДКП. Исследователи Х. Де Григорио⁷ и П. Гарсиа⁸ в своих работах показывают, что ключевым фактором снижения инфляции были положительные производственные шоки, возникшие в чилийской экономике в начале 1990-х гг. В то же время другие исследователи, например Моранди⁹, указывают, что именно существование ориентира обусловило снижение инфляции, поскольку обеспечило контроль над инфляционными ожиданиями. Установление ориентиров действительно было бессистемным, т. е. каждый новый устанавливался исходя из уровня инфляции, казавшегося НБЧ достижимым.

Кроме инфляционных ориентиров НБЧ определял целевой диапазон для валютного курса. Данный ориентир позиционировался как ключевой инструмент для поддержки нормального функционирования системы внешних платежей, ограничивая дефицит счета текущих операций. Он основывался на паритете покупательной способности с корректировками на разницу в объемах производства со странами-партнерами¹⁰.

За период сосуществования НБЧ осуществил серьезную и эффективную трансформацию своего инструментария — от достаточно обширного с большим набором регулируемых ставок к управлению ликвидностью через ставки по межбанковским кредитам овернайт.

⁶ См.: Valdes R. *Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues* // *Economic Policy Papers Central Bank of Chile*. — 2007. — № 22. — С. 5.

⁷ См.: De Grigorio J. *Productivity Growth and Desinflation in Chile* // *Central Bank of Chile Working Papers*. — 2003. — № 246.

⁸ См.: Garcia P. *Achieving and Maintaining Monetary Credibility in Chile*. — OECD, 2003.

⁹ См.: Valdes R. *Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues* // *Economic Policy Papers Central Bank of Chile*. — 2007. — № 22. — С. 7.

¹⁰ См.: *Monetary Policy in an Inflation Targeting Framework*. — Central Bank of Chile, 2007.

Во II полугодии 1999 г. чилийские власти начали последовательную серию серьезных макроэкономических реформ. В частности, в сентябре 1999 г. был произведен переход на полноценное таргетирование. Кроме того, был отменен валютный коридор, углублен рынок валютных деривативов, либерализовано движение капитала и изменена схема операционного управления в ГДКП — вместо реальных ставок стали использовать номинальные.

До 2001 г. использовался переходный точечный ориентир в 3,5 %, а с 2001 г. был введен новый инфляционный ориентир — диапазон 2–4 %, который поддерживался вплоть до 2006 г. В 2007 г. он был установлен как точечно интервальный в 3 % с доверительным интервалом в 1 %. Горизонт таргетирования составил два года. В целях достижения установленной цели по инфляции НБЧ обозначил операционный ориентир на горизонте 12–24 месяца; подобный горизонт позволил минимизировать лаги ГДКП. Была также определена таргетируемая переменная — общая инфляция. При этом в новой переменной операционный ориентир не всегда был близок к инфляционной цели на краткосрочном интервале, однако публикуемые прогнозы на два года всегда были максимально близки к заданным целям.

В начале 2007 г., для того чтобы сделать политику более прозрачной, НБЧ выпустил документ, описывающий цель, механизм ее достижения, трансмиссионный механизм и обмен информацией с рынком. Документ в том числе переопределял цель и горизонт таргетирования. Цель — поддержание годового CPI большую часть времени близко к 3 % с доверительным интервалом в 1 %. Новый горизонт таргетирования определялся как «около двух лет» вместо более вариативного «от 12 до 24 месяцев»¹¹. В действительности выпущенный документ зафиксировал фактическую практику НБЧ. Кроме того, переопределение горизонта таргетирования дало понять рынку, что горизонт — неотъемлемая часть операционного ориентира, направленного на реализацию инфляционного прогноза.

С 2000 г. НБЧ начал выпускать инфляционный отчет трижды в год, кроме того, он обеспечил широкое взаимодействие финансовых властей с общественностью через брифинги и конференции, а также публикацию прозрачных и подробных прогнозов и схем трансмиссионного механизма. С 2001 по 2007 гг. инфляция в среднем составляла 2,8 % в год, при этом 73 % времени она находилась внутри заданного интервала, 10 % — превышала верхнее значение в 4 % и 17 % — была ниже 2 %. В целом это можно признать успехом проводимой ГДКП. Дополнительными факторами, способствовавшими достижению ценовой стабильности, стали бюджетная политика и доверие со стороны рынка, которую НБЧ получил по результатам периода сосуществования. Поддержка со стороны бюджетной политики обеспечивалась за счет введения правила, направленного на сбалансированность бюджета: устанавливалась цель по структурному профициту в 1 %. Правило включало в себя антициклическую корректировку налогов и доходов от экспорта меди, а также ограничения по бюджетным расходам¹².

¹¹ См.: *Monetary Policy in an Inflation Targeting Framework*. — Central Bank of Chile, 2007.

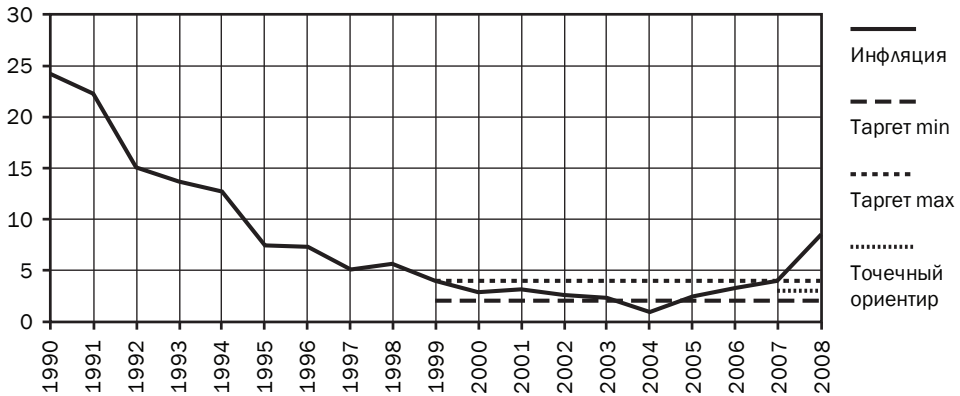
¹² См.: *Valdes R. Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues // Economic Policy Papers Central Bank of Chile*. — 2007. — № 22. — С. 9.

Главное, чего удалось добиться НБЧ, — убедить в 1998 г. рынок в своей решимости достигать инфляционной цели путем проведения жесткой ГДКП. Этот факт оказал существенное влияние на инфляционный процесс в дополнение к сокращению инфляционного давления, обусловленного монетарными условиями. В период сосуществования НБЧ устанавливал адаптивные цели по инфляции, что тем не менее приносило результат. С 1990 г. инфляция, составлявшая 24,21 %, снизилась к 1999 г. до 3,95 %, плавно уменьшаясь из года в год.

С 1999 г. НБЧ перешел на режим полноценного таргетирования с установлением ориентира в интервальной форме на уровне 2–4 %, инфляция 87,5 % времени находилась в рамках заданного ориентира, ее среднее значение составило за период таргетирования 2,65 % со стандартным отклонением 0,8363. В 2007 г. была произведена реновация ориентира, был установлен точечный инфляционный таргет 3 % с доверительным интервалом. В этот год инфляция вплотную приблизилась к верхней границе интервала, составив 3,96 %, а в следующий год ГДКП Чили не смогла погасить шок, вызванный кризисом на финансовых рынках, и инфляция существенно вышла за границу доверительного интервала, составив максимум за период с 1995 г. в размере 8,37 % (рис. 4).

Рисунок 4

Динамика инфляции в Чили в 1990–2008 гг.



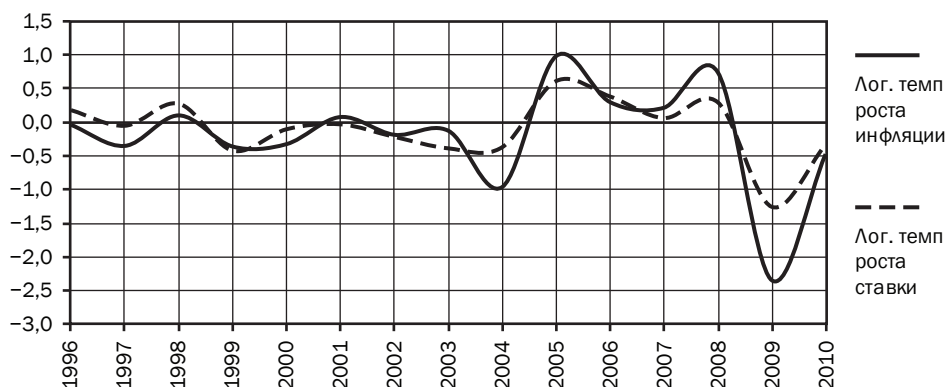
Источник: составлено автором по данным Национального банка Чили (<http://www.bcentral.cl/index.asp>).

В целом с начала 1990-х гг. и до финансового кризиса 2008 г. инфляция в Чили демонстрировала положительную динамику, что позволяет охарактеризовать чилийскую ГДКП как достаточно эффективную в периоды относительной стабильности. Однако резкое повышение инфляционного уровня в кризисный период показывает низкую эффективность инфляционного таргетирования в стране с небольшой по объемам и зависимой от цен на сырьевые ресурсы экономикой при серьезных глобальных шоках.

На рис. 5 видна достаточно тесная связь логарифмированных темпов роста инфляции и изменения официальной ставки НБЧ. Связь наблюдается на протяжении всего периода, начиная с 1996 г., когда официальная ставка была введена в качестве операционного инструмента, при этом до окончания периода сосуществования связь была даже более тесной, чем с момента начала полноценного таргетирования.

Рисунок 5

Динамика логарифмированных темпов роста инфляции и официальной ставки в Чили в 1996–2010 гг.

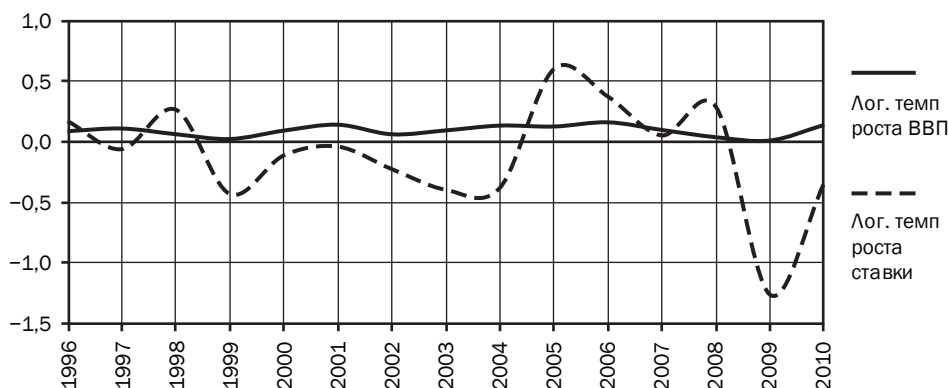


Источник: составлено автором по данным Национального банка Чили (<http://www.bcentral.cl/index.asp>).

При этом связь между процентной ставкой и ВВП, как и в случае с Англией, является незначимой, но следует отметить более высокую волатильность логарифмированной динамики ВВП (рис. 6).

Рисунок 6

Динамика логарифмированных темпов роста ВВП и официальной ставки в Чили в 1996–2010 гг.



Источник: составлено автором по данным Национального банка Чили (<http://www.bcentral.cl/index.asp>).

НБЧ удалось обеспечить реализацию инфляционного таргетирования таким образом, что движение официальной ставки практически совпадало с движением инфляции. Рынок действительно привязал свои ожидания к операционному ориентиру и официальной ставке НБЧ, и в этом несомненная победа и подтверждение эффективности проводимой политики. Однако резкое повышение инфляции в кризисный период доказывает уязвимость инфляционного таргетирования для внешних шоков.

НОРВЕГИЯ

Смена режима в марте 2001 г. была произведена по окончании периода продолжительного экономического роста. Переход был подготовленным, потому довольно мягким. Вплоть до момента непосредственной реформации исполняемая Банком Норвегии ГДКП была максимально приближена к условиям инфляционного таргетирования: целью ГДКП Норвегии на тот момент было поддержание стабильности валютного курса, а достижение этой цели должно было обеспечиваться на среднесрочном интервале. Решение правительства о переходе на режим инфляционного таргетирования было принято в связи с увеличением нефтегазового дефицита бюджета.

Подобное решение четко обозначило позицию норвежского правительства по вопросу макроэкономической стабильности и готовность поддержать нужный инфляционный уровень фискальными мерами. При этом со своей стороны Банк Норвегии опубликовал информацию о стратегических целях ГДКП, о необходимости предоставления номинального якоря для экономики, а также сообщил о том, что изменение стратегических целей не повлияет на стабильность его операционной деятельности¹³.

Инфляционный ориентир устанавливался правительством в противовес снижению плановых долгосрочных показателей по доходам бюджета, которые вызывают инфляционное давление через бюджетный дефицит. Устанавливая цель, правительство также давало рынку сигнал о своих ожиданиях по изменению инфляции и валютного курса от экспансионистской бюджетной политики. Банк Норвегии в свою очередь выполнял активную функцию в публичных обсуждениях последствий инфляции и информировал рынок о своих оценках ее приемлемого уровня.

Механизм инфляционного таргетирования в Норвегии сходен с реализуемым в других развитых странах. Для него характерны определенный горизонт таргетирования, определенный уровень цели и таргетируемый показатель. Норвегия определяет инфляционный ориентир на временном интервале, составляющем два года, чтобы компенсировать лаги ГДКП, а также снизить негативный эффект резкого колебания процентных ставок. Более того, в случае возникновения непредвиденных шоков у Банка Норвегии имеется опция по удлинению временного периода, чтобы избежать негативных последствий радикального ужесточения ГДКП, которое потребуется, чтобы вернуть инфляцию к заданному ориентиру на временном интервале в два года. При этом Банк Норвегии раскрывает информацию о своих оценках вероятности возникновения таких шоков.

Выбранный горизонт таргетирования придает гибкость реализуемому режиму, формирует некое пространство для маневров при подавлении шоков, кроме того, позволяет лучше ограничить колебания выпуска и безработицы по сравнению с таргетированием на более узком периоде.

Инфляционный ориентир в Норвегии устанавливается точно в 2,5 % с доверительным интервалом в 1 %, исходя из логики, что доверительный интервал позволяет денежным властям Норвегии получать дополнительные преимущества, в частности:

— добавлять реализуемой политике гибкости и снижать вероятность нарушения ориентира;

¹³ См.: *An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway / Svensson L., Houg K., Berg A., Solheim H., Steigum E. — Centre of Monetary Economics, 2002.*

- обозначать уровень терпимости денежных властей к отклонениям средней инфляции, обеспечивая при этом достаточно четкий номинальный якорь;
- уменьшать риск восприятия в качестве инфляционной цели верхнего значения интервала.

В качестве таргетируемой переменной и для составления инфляционных прогнозов используется аналитический показатель, учитывающий оценку CPI за вычетом ипотечных платежей, косвенных налогов и цен на энергию. Учитываются также прогнозы по экономике Норвегии и принятые ранее решения, действие которых влияет на экономику с лагом. Следует отметить, что помимо официальных прогнозов Банка Норвегии регулярно публикуются независимые прогнозы, что позволяет обеспечить большую степень доверия к таргетируемому показателю со стороны рынка¹⁴.

Банк Норвегии придерживается режима гибкого таргетирования, позиционируя низкую инфляцию как фундаментальное условие среднесрочной стабильности норвежской кроны. Эта стабильность достигается за счет установки предсказуемого номинального якоря для инфляции и валютного курса. Банк Норвегии осуществляет корректировки валютного курса путем интервенций в соответствии со своими полномочиями, т. е. в случае, когда изменение курса может повлиять на уровень инфляции. Также он контролирует возникновение шоков спроса, которые способны отклонить инфляцию от ориентира, таким образом, в область мониторинга при реализации ГДКП попадают ВВП и безработица¹⁵.

Банк Норвегии отражает результаты проводимой политики в своем годовом отчете. Кроме того, немедленно после заседания Правления он представляет обоснование для принятых в области ГДКП решений в форме инфляционного отчета (публикуемого трижды в год), а также принимает решение по уровню процентной ставки. Заранее анализируется экономическая ситуация в стране и ее проекция на два года вперед в части ее влияния на уровень инфляции. После чего решение о процентной ставке принимается по простому правилу: если в рассматриваемых макроэкономических условиях инфляция превысит заданный ориентир в 2,5 % при неизменной процентной ставке, ее следует повысить; если же прогнозируется значение инфляции ниже заданной цели при неизменной ставке, то понизить. Кроме того, Правление Банка Норвегии каждые шесть недель проводит особые оперативные заседания для оценки ряда экономических индикаторов и главным образом — отклонений от показателей, заданных в предыдущем инфляционном отчете.

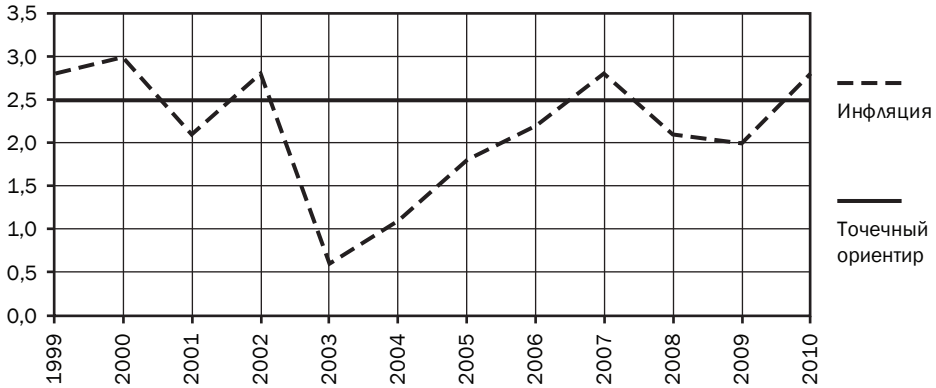
Норвегия как экспортер нефти имеет дополнительные инфляционные факторы в экономике. Инфляционное таргетирование было принято в 1999 г. при довольно низком по сравнению с другими странами уровне инфляции — 2,8 %. На протяжении всего периода таргетирования Норвегия применяла точечный ориентир с доверительным интервалом. Среднее отклонение составило 0,61 %, однако, как видно из графика (рис. 7), на протяжении всего периода инфляция находилась в границах общепринятого доверительного интервала в 1 %, который в данном случае составляет 1,5–3,5 %.

¹⁴ См.: *An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway* / Svensson L., Houg K., Berg A., Solheim H., Steigum E. — Centre of Monetary Economics, 2002.

¹⁵ См.: *Soikkeli J. The Inflation Targeting Framework in Norway // IMF Working Paper*. — 2002. — WP/02/184.

Рисунок 7

Динамика инфляции в Норвегии в 1999–2010 гг.



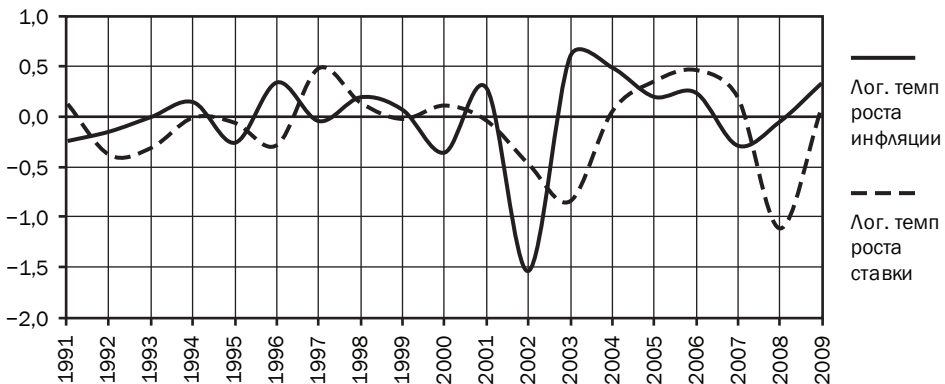
Источник: составлено автором по данным Статистического управления Норвегии (<http://www.ssb.no/english/>).

Максимальный уровень инфляции был зафиксирован трижды, за исключением первого года, — в 2002, 2007 и 2010 гг. на уровне 2,8 %. Минимальное значение — в 2003 г. на уровне 0,6 %. За весь период таргетирования власти Норвегии не осуществляли реноваций инфляционного ориентира. Среднее значение инфляции за рассматриваемый период составило 2,175 % при стандартном отклонении 0,7108 %. Таким образом, средняя инфляция за рассматриваемый период была довольно близка к инфляционному ориентиру.

Из рис. 8 следует, что изменения официальной ставки были адаптивными, таким образом, можно констатировать, что властям Норвегии удалось обеспечить очень хороший уровень управления инфляционными ожиданиями, поскольку ставка отражала инфляционный тренд, а не наоборот.

Рисунок 8

Динамика логарифмированных темпов роста инфляции и официальной ставки в Норвегии в 1992–2009 гг.

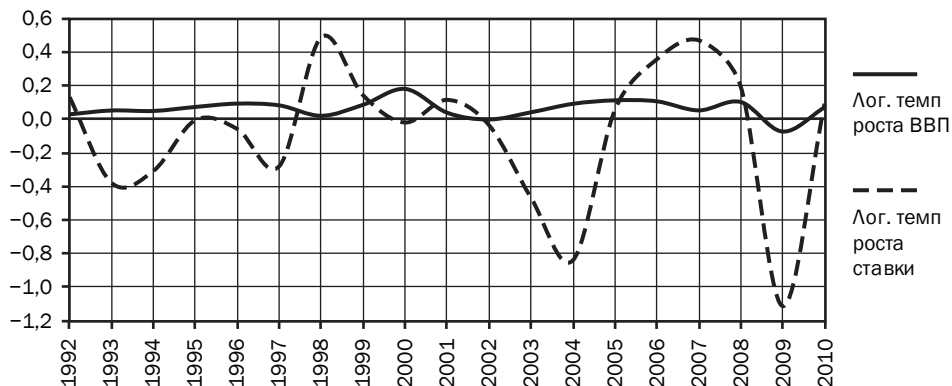


Источник: составлено автором по данным Статистического управления Норвегии (<http://www.ssb.no/english/>).

При этом влияние денежной политики на ВВП было незначительным, коррелирующее колебание наблюдается только в 2009 г., а величина изменения ВВП по сравнению с изменением ставки меньше в 10 раз (рис. 9).

Рисунок 9

Динамика логарифмированных темпов роста ВВП и официальной ставки в Норвегии в 1992–2010 гг.



Источник: составлено автором по данным Статистического управления Норвегии (<http://www.ssb.no/english/>).

Инфляционное таргетирование в Норвегии реализовывалось в течение 11 лет. В среднем инфляция соответствовала заданному интервальному ориентиру. Поэтому можно констатировать успех проводимой политики. Ввиду того, что за все время ориентир не менялся, а внешний шок 2008 г. не оказал существенного влияния на уровень инфляции, можно говорить о том, что денежным властям Норвегии путем комбинирования бюджетной и денежно-кредитной политики удалось извлечь реализуемую ГДКП от уязвимости для внешних шоков.

Рассмотренный практический опыт показывает высокую эффективность инфляционного таргетирования. Во всех трех случаях денежным властям удавалось добиться радикального снижения инфляции либо обеспечить стабильно низкий ее уровень. В качестве операционного ориентира использовалась официальная ставка, при этом наиболее заметных успехов в вопросе привязки инфляционных ожиданий к операционному инструменту достигли Норвегия и Чили. Во всех рассмотренных странах в неявной форме денежные власти придерживались точно-интервальной формы таргетирования, явная форма при этом могла отличаться, однако в официальных документах доверительный интервал всегда был обозначен.

Используемые режимы — это гибкое таргетирование, однако обеспечение гибкости во всех случаях не было элементом официально проводимой политики. Влияние операционного инструмента на динамику ВВП было несущественным, а, следовательно, денежные власти не стояли перед выбором: достигнуть установленной цели и снизить экономическую активность ужесточением политики или, не достигнув цели, повысить экономическую активность за счет смягчения политики. Таким образом, вопрос об определении степени гибкости таргетирования должен решаться, когда связь между операционным ориентиром и ВВП настолько сильна, что движения первого вызывают существенное колебание второго.

Для России наиболее интересным является сопоставление взаимодействия двух политик — бюджетной и денежно-кредитной — в Норвегии и Чили. В Чили такое взаимодействие осуществлялось в форме дополнительной поддержки в виде бюджетного правила. Как видно из проведенного исследования, этот объем поддержки оказался недостаточным в кризисный год, что привело к резкому колебанию инфляции и ВВП. В отличие от Чили, в Норвегии бюджетная политика в своей реализации комплексно дополняла проводимую ГДКП. Выделение ненефтегазового дефицита бюджета и формирование суверенного фонда из нефтегазовых доходов обеспечило дополнительное позитивное воздействие на монетарные условия и позволило ровно пройти макроэкономическое потрясение кризисного года.

Таким образом, на основании проведенного анализа можно констатировать, что инфляционное таргетирование — эффективный режим. Оно способно обеспечивать выполнение поставленных задач на достаточно длинном временном интервале при использовании точечно-интервального ориентира и официальной процентной ставки в качестве операционного инструмента. При этом, в случае если существенную долю экспорта страны составляет сырье (металлы или энергоресурсы), у данного режима возникает уязвимость, проявляющаяся в неспособности самостоятельно гасить внешние ценовые шоки. Она может быть устранена проведением последовательной и сбалансированной бюджетной политики, обязательно противочиклической, направленной на дополнительное стимулирующее воздействие на монетарные условия в стране.

Библиография

1. Жигаев, А. Денежно-кредитная политика Новой Зеландии // Деньги и кредит. — 2010. — № 2.
2. Чаркин, А. Теоретические основы инфляционного таргетирования // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2011. — № 1.
3. Сайт Банка Англии [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk>.
4. Сайт Национального банка Чили [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.bcentral.cl/index.asp>.
5. Сайт Статистического управления Норвегии [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ssb.no/english/>.
6. An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway / Svensson L., Houg K., Berg A., Solheim H., Steigum E. — Centre of Monetary Economics, 2002.
7. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience / Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. — USA, New Jersey: Princeton University Press, 1999. — 382 с.
8. De Grigorio, J. Productivity Growth and Desinflation in Chile // Central Bank of Chile Working Papers. — 2003. — № 246.
9. Garcia, P. Achieving and Maintaining Monetary Credibility in Chile. — OECD, 2003.
10. King, M. Speech to the Annual Birmingham Forward [Электронный ресурс] / The Bank of England. — Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>.
11. Monetary Policy in an Inflation Targeting Framework. — Central Bank of Chile, 2007.
12. Soikkeli, J. The Inflation Targeting Framework in Norway // IMF Working Paper. — 2002. — WP/02/184.
13. Valdes, R. Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues // Economic Policy Papers Central Bank of Chile. — 2007. — № 22.