

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Киуцевская А.М., Наркевич С.С., Трунин П.В.

**Трансформация роли и задач центральных банков
(монетарных властей) в современной экономике**

Москва 2016

Содержание

Введение.....	4
1 Эволюция теоретических воззрений о роли и задач монетарной политики.....	6
1.1 Монетарная политика в системе макроэкономического регулирования	6
1.2 Стратегические цели центральных банков	11
2 Обеспечение ценовой стабильности как основная цель центральных банков	19
2.1 Монетарное таргетирование	20
2.2 Таргетирование обменного курса	30
2.3 Инфляционное таргетирование	40
2.4 Другие режимы денежно-кредитной политики	57
3 Цели и задачи денежно-кредитной политики Банка России	67
Заключение	77
Приложение 1.....	79
Приложение 2.....	81
Приложение 3.....	82
Приложение 4.....	83
Список использованных источников.....	85

Аннотация. Исследование трансформации роли и задач центральных банков на различных этапах экономического развития позволяет определить объективные предпосылки, лежащие в основе эволюции денежно-кредитной политики. Для крупных экономик при выборе режима денежно-кредитной политики важное значение приобретает возможность проведения самостоятельной, независимой денежно-кредитной политики. Помимо этого, как свидетельствует мировой опыт, значимое влияние на выбор целей и задач центральных банков как на современном этапе, так и в исторической ретроспективе оказывают степень финансовой открытости страны и развития ее финансового сектора. По мере интеграции стран в мировую экономику приоритеты их центральных банков смещаются, во-первых, в пользу обеспечения и поддержания ценовой стабильности, и, во-вторых, повышения гибкости механизмов курсообразования. Полученные выводы относительно эволюции целей и задач центральных банков развитых и развивающихся стран позволяют выявить наиболее подходящие режимы денежно-кредитной политики для российского центрального банка.

Abstract. Study of transformation of the role and tasks of central banks at different stages of economic development allows us to determine the objective conditions underlying the evolution of monetary policy. For developed economies, the opportunity to conduct independent monetary policy becomes one of the major factors that determine the choice of the monetary regime. In addition, according to the international experience, the choice of goals and objectives of central banks both at present time and in the historical perspective is greatly affected by the degree of financial openness of the country and the development of its financial sector. While countries become more integrated in the world economy, their central banks shifted priorities, firstly, to achieve and maintain price stability, and, secondly, to increase the flexibility of exchange rate formation. The findings on the evolution of the goals and objectives of the central banks of developed and developing countries reveal the most suitable monetary policy regime for the Russian central bank.

Киюцевская А.М., старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Наркевич С.С., научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» ИЭП Е.Т. Гайдара

Трунин П.В. ведущий научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2015 год.

Введение

Движущей силой эволюции как теоретических воззрений, так и практических методов реализации денежно-кредитной политики центральными банками стал поиск путей решения двух фундаментальных задач: во-первых, это стимулирование экономического роста и, во-вторых, ограничение роста цен. Значимое влияние на этот процесс оказала последовательная глобализация мировой экономики, потребовавшая исследования последствий денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками, и условий функционирования мировой экономики. Либерализация финансовых рынков и повышение гибкости обменных курсов повлекли за собой значимые изменения не только в теоретических представлениях о деятельности центральных банков, но и условий ее практической реализации.

Под влиянием этих факторов весьма существенно изменилась и проводимая денежно-кредитная политика, причем касается это не только постановки задач ее реализации, но и системы используемых инструментов и методов достижения поставленных целей. Особую актуальность приобрел круг вопросов, охватывающий цели и задачи центральных банков в части обеспечения ценовой стабильности. Исследование трансформации целей и задач центральных банков в исторической ретроспективе позволяет заключить, что денежно-кредитная политика представляет собой весьма гибкий инструмент государственного регулирования. Подтверждает это, и опыт мирового финансово-экономического кризиса, когда, исчерпав возможности применения традиционных инструментов, центральные банки приступили к реализации отнюдь не тривиальных методов монетарного стимулирования. Близкие к нулю ключевые процентные ставки, установленные монетарными властями, например, ФРС США, Банком Англии, ЕЦБ, [1], [2] существенно ограничивают потенциал стимулирующей денежно-кредитной политики. Однако в этих условиях впервые в истории были установлены отрицательные в номинальном выражении процентные ставки по депозитным операциям центрального банка. Весьма разнообразна и практика выкупа финансовых активов, в т.ч. долгосрочных государственных облигаций, ипотечных

закладных, а также ценных бумаг, обеспеченных нерыночными активами¹. Проведение исключительно мягкой монетарной политики не только развитыми, но и развивающимися странами актуализировало вопросы, касающиеся роли и задач центральных банков.

Активная интеграция российской экономики в мировую, повышение роли и значимости финансового сектора России стали ключевыми факторами эволюции целей и задач Банка России. В этой связи изучение мирового опыта реализации денежно-кредитной политики, а также условий и ограничений, определяющих перечень приемлемых режимов денежно-кредитной политики, приобретает особую значимость.

¹ Подробнее о классификации мер, задействованных мировыми центральными банками в период кризиса, см. [49]

1 Эволюция теоретических воззрений о роли и задачах монетарной политики

1.1 Монетарная политика в системе макроэкономического регулирования

Эволюция методов государственного регулирования экономики, и в т.ч. денежно-кредитной политики определяется специфическими чертами и особенностями макроэкономического развития, потребностями и задачами, стоящими перед органами государственного управления на различных этапах экономического развития.

В экономической науке трансформации методов государственной экономической политики посвящено значительное число исследований. Еще в работе А. Смита «Исследование о природе и причинах богатства народов», вышедшей в 1776 г., основной регулирующей силой была названа «невидимая рука рынка», при этом роль правительства фактически ограничивалась осуществлением административных и военных операций.

Эволюция роли и задач центральных банков, как и страновые особенности реализуемой денежно-кредитной политики, определялись влиянием множества экономических факторов. В их число входят не только структурные особенности экономики, но и особенности функционирования финансовой системы. Так, например, в работе Батини и Лакстон [3] к числу факторов, определяющих выбор режима денежно-кредитной политики, относят: особенности ценообразования (степень государственного регулирования цен, значимость эффекта переноса обменного курса в цены товаров), а также уровень долларизации экономики, степень развития банковского сектора и финансового рынка. Помимо этого, существенное влияние на выбор денежно-кредитной политики оказывают институциональные особенности центральных банков, такие как степень независимости, а также качество прогнозных и аналитических материалов. В исследовании МВФ [4] авторы приходят к выводу о том, что выбор как номинального якоря денежно-кредитной политики, так и используемых центральными банками операционных инструментов определяется параметрами макроэкономического развития и особенностями финансовых рынков страны, а также регулятивными способностями центральных банков. Существенное значение в выборе целей и задач центральных банков, в т.ч. в странах, специализирующихся на экспорте сырьевых ресурсов, согласно

исследованиям [5], [6], приобретает динамика цен на сырьевые товары, определяющая объемы притока/оттока иностранной валюты по счету текущих операций, а соответственно динамику обменного курса национальной валюты и основных монетарных показателей.

Значительный пласт теоретических и эмпирических работ посвящен исследованию влияния параметров развития финансового сектора на динамику экономического роста и особенности реализуемой экономической политики. Так, например, в работе Р. Левина [7] представлены результаты исследования различных аспектов воздействия финансового сектора на параметры экономического развития страны. При этом Р. Левин выделяет пять основных каналов, посредством которых проявляются особенности развития финансового сектора: стимулирование торговли, диверсификация и хеджирование рыночных и кредитных рисков, распределение финансовых ресурсов, корпоративное управление, мобилизация сбережений и обслуживание торговых сделок. Автор акцентирует внимание на статистически значимой взаимосвязи между уровнем финансового развития страны и долгосрочными темпами экономического роста (ВВП), валового накопления и потенциалом увеличения производительности труда². Помимо этого, к числу факторов, определяющих взаимосвязь долгосрочного роста и потенциала финансового посредничества, Р. Левин относит финансовую либерализацию.

Как свидетельствует мировая практика, финансовая либерализация, открытие внутренних финансовых рынков для иностранного капитала и соответствующее повышение конкуренции оказали неоднозначное влияние на параметры развития финансового сектора. Примером тому валютные и банковские кризисы в странах Латинской Америки и в Азиатских странах. Последствия полномасштабных экономических кризисов, спровоцированных финансовой либерализацией, детально представлены Дж. Каприо и Д. Клингебил в исследовании [8].

Эволюция теоретических представлений о роли центральных банков в системе государственного регулирования, потенциале и ограничениях денежно-кредитной политики представлена классическими исследованиями И. Фишера, Дж. М. Кейнса, Дж. Тобина, М. Фридмена, Дж. Тейлора, Р. Лукаса, Т. Саржента [9], [10], [11], [12], [13], [14], [15].

² Подробное исследование каналов и механизмов влияния финансовой системы и финансовых инноваций представлено в работе [153]

Отправной точкой трансформации теоретических воззрений о роли и задачах центральных банков и денежно-кредитной политики, оказавшей при этом существенное влияние и на эволюцию практических методов ее реализации, правомерно считать воззрения Дж. Кейнса. Наибольшую популярность они приобрели в конце 1940 – 1960 гг., что обосновывало доминирующую роль бюджетной политики в системе государственного регулирования. Следуя воззрениям Дж. Кейнса, «во время кризиса государству следует увеличить объемы займов. Агрегированный спрос увеличивается за счет основанных на займах расходах и уменьшается посредством выплаты займов за счет налоговых поступлений». При этом, по мнению Дж. М. Кейнса, «именно подъем экономики является тем периодом, когда необходима строгая финансовая политика». Касается это и непосредственно направленности денежно-кредитной политики. Так, если в период экономического спада, по мнению Кейнса, оправданной является стимулирующая политика центрального банка, ориентированная на повышение совокупного спроса, то во время перегрева экономики ее возвращению к равновесному состоянию будет способствовать ужесточение денежно-кредитной политики [16], [15].

Дальнейшей трансформации не только роли, но и стратегии государственной экономической политики, сопровождавшейся повышением значимости денежно-кредитной политики, способствовал коллапс основанной после Второй мировой войны Бреттон-Вудской системы. Ее крах в 1971-1973 гг., отказ от жесткой привязки доллара США к золоту и переход к плавающему валютному курсу большинства развитых стран легли в основу трансформации подходов и механизмов денежно-кредитной политики. Стремительный рост потребительских цен и бюджетного дефицита, падение объемов производства в крупнейших экономиках привели к росту популярности идей монетаризма о том, что инфляция является исключительно монетарным явлением, а единственный путь избежать хронической инфляции – это обеспечить контроль за денежной массой в обращении [15]. Наибольшей популярности идеи монетаризма достигли во второй половине 1970-начале 1980-х гг. [17].

Крах Бреттон-Вудской системы дал начало «дерегулированию экономики», а затем и поэтапной финансовой либерализации. В результате уже к началу 1990-х гг. глобальная финансовая система развивалась под действием преимущественно рыночных факторов [18]. В большей степени эти процессы сказались на

развивающихся странах, трансформация систем управления которыми была вызвана отказом от плановой системы хозяйствования [19]. Однако и после краха Бреттон-Вудской системы монетарная политика ФРС США осталась ориентиром, формирующим уровень международных процентных ставок и определяющим направленность денежно-кредитной политики мировых центральных банков, а доллар США сохранил свое доминирующее положение на мировом финансовом рынке. Тем не менее, отказ от Бреттон-Вудской системы имел решающее значение в процессе эволюции центральных банков и трансформации денежно-кредитной политики. Наиболее значимые последствия представлены в исследованиях [10], [20]. К основным выводам, полученными авторами на рубеже 1970-1980-х гг. и имеющим непосредственное отношение к обоснованию целей и задач современных центральных банков, правомерно отнести следующие:

1. крах Бреттон-Вудской системы и отказ от режима фиксированных обменных курсов привели к повышению значимости валютных рынков и валютной политики центральных банков.

2. плавающие режимы курсообразования не позволяют оградить внутреннюю экономику от шоков внешней торговли, только в случае, когда курсовые колебания приводят к переоценке инвесторами привлекательности финансовых вложений и соответствующим структурным изменениям портфеля их ценных бумаг.

Более поздние исследования МВФ позволяют заключить, что переход к плавающим режимам валютного курса, хотя и облегчает торговую и финансовую интеграцию страны в мировую экономику, при отсутствии ликвидного межбанковского валютного рынка провоцирует чрезмерную курсовую волатильность [4]. Как следствие, для большинства развивающихся стран со слабо развитыми финансовыми рынками и высокой степенью долларизации национальной экономики характерен так называемый «страх плавания», вынуждающий центральные банки сохранять участие в процессе курсообразования [21].

Исследование эволюции целей денежно-кредитной политики и функций центральных банков свидетельствует о достижении некоего консенсуса, как в части реализуемых задач, так и механизмов их достижения. Характерным для современного этапа экономического развития, отличающегося углублением и дифференциацией торговых и финансовых взаимосвязей в рамках мировой

экономики, является расширение полномочий, затрагивающих деятельность как банковских, так и прочих финансовых корпораций. При этом, как свидетельствует мировой опыт, если и не приоритетной, то основной задачей большинства центральных банков становится достижение ценовой стабильности (низких темпов роста потребительских цен) [22].

По мнению Дж. Синглтона [23], в глобальном контексте эволюция целей и задач центральных банков прошла три этапа, границами которых служат Великая Депрессия 1930-х гг. и период Великой Инфляции 1970-х.

- на первом этапе задачи центральных банков определялись требованиями Золотого стандарта, в соответствии с которыми основные «общественные» функции частных центральных банков заключались в обеспечении конвертируемости национальной валюты в золото, обеспечении стабильности платежной системы и предоставлении кредитов органам государственного управления.

- последствия Великой Депрессии акцентировали внимание центральных банков на необходимости поддержания занятости и ценовой стабильности, обеспечении устойчивости платежного баланса и обменного курса национальных валют к доллару США.

- после Великой Инфляции 1970-х гг. полномочия центральных банков выводят из ведения правительства, а их основной функцией становится достижение ценовой стабильности.

В настоящее время правомерно выделить и четвертый этап, началом которого стал мировой финансово-экономический кризис 2008-2009 гг. Его последствия поставили центральные банки перед решением двух ключевых вопросов, связанных с необходимостью, во-первых, совершенствования механизмов банковского регулирования и финансового надзора в соответствии с требованиями современной структуры мировых финансовых рынков, и, во-вторых, достижения не только ценовой, но и финансовой стабильности. И если эволюция центральных банков, как собственно и всей системы государственного регулирования, в 1980-1990-х гг. руководствовалась идеей «дерегулирования экономики», то особенностью посткризисного развития стало признание необходимости усиления надзорных функций центральных банков и учет ими в своей деятельности вопросов поддержания стабильности финансовой системы.

Таким образом, в современных условиях, учитывая возрастающую роль финансового сектора, центральные банки, становятся неотъемлемой частью системы государственного регулирования экономики, обеспечивающими достижение ключевых стратегических целей, в числе которых не только ценовая, но и финансовая стабильность, рассматриваемые в качестве необходимого условия экономического роста.

1.2 Стратегические цели центральных банков

Стратегические цели (называемые также мандатом центрального банка) – это долгосрочные конечные цели, преследуемые монетарными властями. Возможности непосредственного воздействия на стратегические цели, зависящие, как правило, от комплекса, находящихся вне компетенции центральных банков факторов, существенно ограничены, а результат этого воздействия отложен во времени. Наиболее часто в качестве стратегических целей, прописанных в основных устанавливающих документах, очерчивающих условия и правила функционирования центрального банка, выделяют поддержание экономического роста, обеспечение ценовой и/или финансовой стабильности.

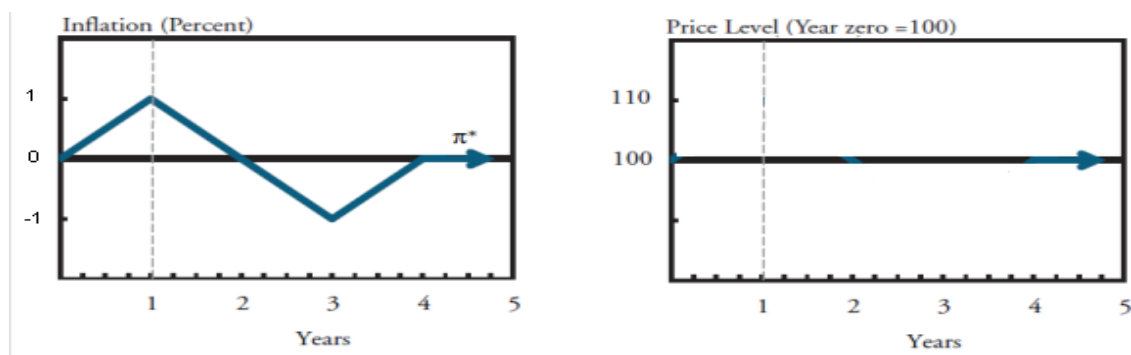
Однако, как показывает мировой опыт в системе целеполагания центральных банков цель по поддержанию экономического роста носит скорее «абстрактный» характер и трактуется как создание благоприятных условий, обеспечивающих расширение деловой активности, или поддержание стабильных темпов роста экономики в средне- и/или в долгосрочном периодах. В отдельных случаях в качестве критериев деловой активности в экономике используется уровень безработицы, а цель центрального банка в таком случае заключается в максимизации занятости. Установление целевых ориентиров уровня безработицы в практику центральных банков было введено ФРС США, когда регулятором в декабре 2012 г. было принято решение о продолжении реализации программ выкупа финансовых активов как минимум до тех пор, пока относительная численность безработных в США превышает 6,5%³. Позже (в августе 2013 г.) подобная практика была введена и Банком Англии, критерием для которого служил 7%-ми уровень безработицы.

В современных условиях, о чем свидетельствуют результаты исследования, опыт центральных банков, наиболее распространенной стратегической целью

³ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>

является обеспечение ценовой стабильности. Выбор типа цели по ценовой стабильности зависит от большого числа факторов, что в значительной степени обуславливает широкий разброс таргетируемых показателей. Так, например, преследование стабильности уровня цен предполагает неизменность цен, т.е. нулевую инфляцию.

В случае, если изменения цен отличаются от нуля в следующем периоде оно должно быть компенсировано соответствующим снижением или приростом цен (Рисунок 1). Подобный подход крайне редко встречается на практике: в качестве наиболее яркого (и, вероятно, единственного) примера обычно приводится политика таргетирования уровня цен в Швеции в 1931-1937 гг.⁴



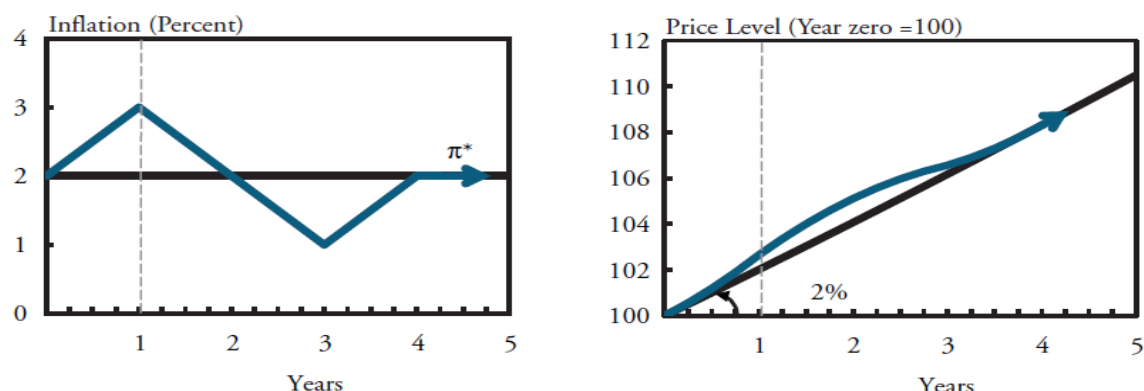
Источники: Kahn, A. G. «Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level?», Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 2009, Third Quarter, составлено авторами.

Рисунок 1 – Таргетирование уровня цен.

Более мягким вариантом политики таргетирования уровня цен является установка цели по приросту уровня цен [24]. В этом случае общий уровень цен должен расти заранее определенным целевым темпом. Величина инфляции при этом должна меняться таким образом, чтобы обеспечивать достижение требуемого повышения уровня цен, т.е. в случае превышения целевого показателя в одном периоде необходимо, чтобы в следующем периоде это превышение было компенсировано (рисунок 2). На текущий момент не известно о практическом опыте использования данного подхода. Таргетирование прироста уровня цен способствует ослаблению неопределенности в отношении динамики цен в будущем, тем самым, снижая волатильность цен и объемов выпуска в том случае, если экономические

⁴ Подробнее см. разделе 2.3

агенты способны прогнозировать будущее (forward looking agents) и доверяют центральному банку, ориентируясь на установленную им цель.



Источник: Kahn, A. G. «Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level?», Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 2009, Third Quarter

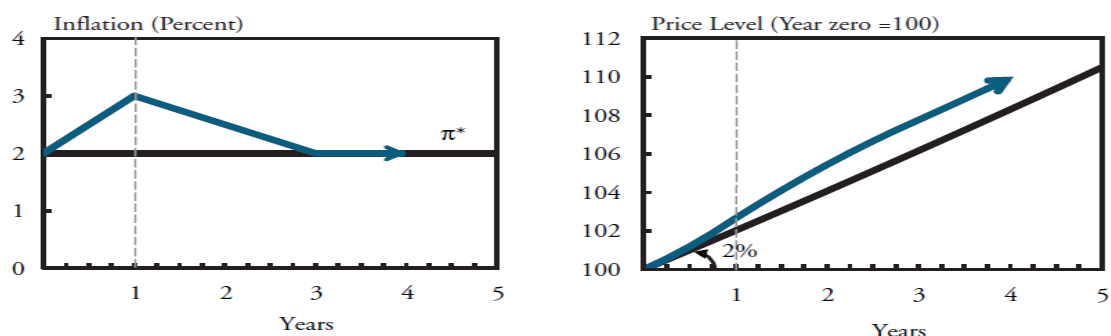
Рисунок 2 – Таргетирование прироста уровня цен.

Кроме того, считается, что данный подход позволяет эффективно решить проблему нулевого порога снижения номинальных процентных ставок (zero lower bound), т.е. преодолеть ситуацию, когда учетная ставка центрального банка находится на нулевом уровне, и ее дальнейшее снижение невозможно⁵. Придерживаясь политики таргетирования прироста уровня цен в условиях рецессии, низкой инфляции и нулевых ставок, монетарные власти способны влиять на инфляционные ожидания и на ожидаемые реальные ставки. Логика воздействия заключается в следующем: если степень доверия к способности центрального банка придерживаться данной политики высока, то экономические агенты ожидают, что низкая текущая инфляция должна будет компенсироваться повышенной инфляцией в будущем.

Наиболее популярным вариантом цели по ценовой стабильности в настоящее время является таргетирование инфляции. В этом случае устанавливается определенный темп роста цен, который должен обеспечивать центральный банк. Если инфляция отклоняется от заданного уровня, то монетарным властям

⁵ В последние годы появились примеры того, что центральные банки стали устанавливать отрицательные номинальные процентные ставки. На 01.08.2015 отрицательные ставки действовали по некоторым операциям в Дании (-0.75% по операциям с депозитными сертификатами), ЕЦБ (-0.2% по операциям размещения избыточной ликвидности), Швейцарии (-0.75% по операциям РЕПО), Швеции (-0.35% по операциям РЕПО).

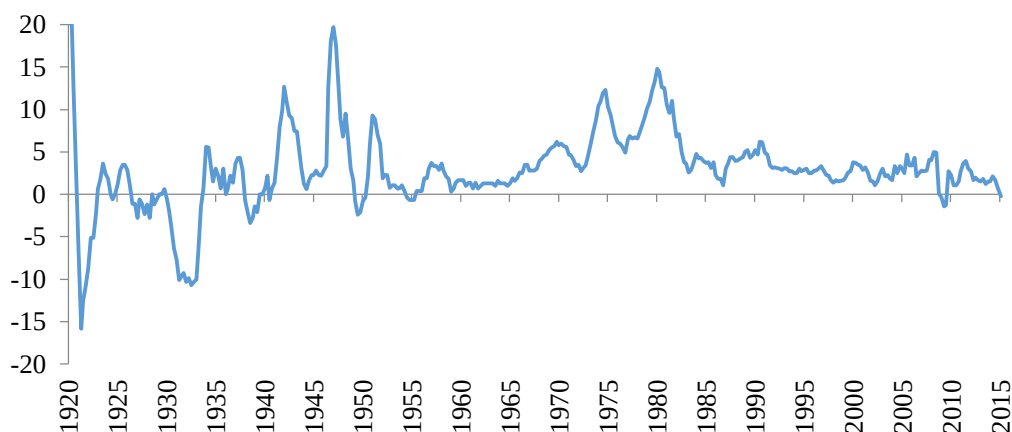
достаточно добиться ее возвращения к целевому значению при отсутствии необходимости компенсировать прошлые отклонения цели (Рисунок 3).



Источники: Kahn, A. G. «Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level?», Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 2009, Third Quarter, составлено авторами.

Рисунок 3 – Таргетирование инфляции

Историческими примерами в данном случае являются периоды Великой Депрессии 1929-1933 гг. и финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. (Великой Рецессии). В первом случае негативное влияние резкого снижения экономической активности на цены усиливалось действиями центральных банков многих стран, чрезмерно ужесточивших денежно-кредитную политику в рамках возврата к довоенному золотому паритету или стремлением ограничить спекулятивное поведение на фондовом рынке [25], [26]. В результате, например, в США период дефляции был продолжительным (15 кварталов), а снижение цен доходило до 9-10% в квартал. В 2008-2009 гг. монетарные власти большинства стран во время спада в экономике наоборот проводили стимулирующую денежно-кредитную политику, несмотря на довольно высокий показатель инфляции, предшествовавший кризису. Это позволило избежать продолжительного периода снижения цен, а уровень дефляции был незначительным (например, в США дефляция не превышала в отдельные периоды 2%) (рисунок 4).



Источник: Bloomberg

Рисунок 4 – Потребительская инфляция в США, 1920-2015 гг., прирост, квартал к соотв. кварталу предыдущего года.

Одним из возможных вариантов выбора цели по инфляции является таргетирование средней за определенный период инфляции [27]. В этом случае монетарные власти в каждый относительно короткий период времени (месяц или квартал) будут стремиться достигнуть такого уровня инфляции, который при усреднении за более длительный период (год или два года) будет равен таргетируемому среднему значению. Подобный подход позволяет снизить величину отклонений уровня цен от траектории, соответствующей избранному уровню инфляции, и одновременно дает центральному банку возможность достаточно гибко реагировать на эти отклонения (рисунок 5).

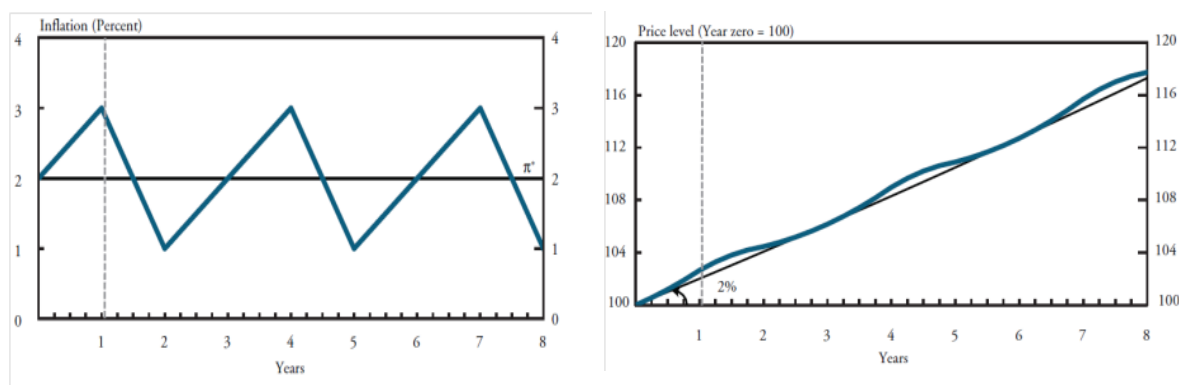


Рисунок 5 – Таргетирование средней за период инфляции.

Источник: Kahn, A. G. «Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level?», Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 2009, Third Quarter

Важным вопросом является выбор целевого инфляционного показателя и определение его количественного значения. Наиболее распространенной целью по

инфляции в большинстве стран, использующих данный вид монетарной политики, является национальный индекс потребительских цен. В качестве альтернативы для аналитических целей многими центральными банками применяется также индекс базовой инфляции, который исключает из расчета наиболее волатильные или определяемые внешними и случайными факторами элементы: цены на продовольствие, топливо, жилье, а также налоги и изменения в стоимости финансовых услуг, связанные с динамикой процентной ставки.

В настоящее время ведется активная дискуссия относительно возможности использования в качестве целевых индикаторов не потребительских, а других индексов цен, например, цен производителей. Так, например, авторы исследования [28] приходят к выводу о необходимости учета цен производителей в рамках целей по потребительской инфляции.

Особую актуальность в посткризисный период приобрела цель по достижению финансовой стабильности. Однако на практике сложность в ее достижении центральными банками целей по стабильности финансовой системы на практике заключается в «многомерности» этого понятия [29]. Так, список задач, стоящих перед центральным банком в рамках этой цели, может включать:

- поддержание экономического роста за счет повышения эффективности и инновационности финансового сектора;
- ограничение колебаний цен на активы, искажающих рыночные сигналы участникам рынка, экономическим агентам;
- ограничение изменений в условиях кредитования и других неценовых характеристик рынка, не совпадающих с фундаментальными изменениями стоимости активов;
- поддержание экономической активности, обеспечивая доступность для экономических агентов критических функций платежной системы;
- обеспечение уверенности кредиторов и инвесторов в том, что их права собственности надежно защищены;
- обеспечение защиты кредиторов, в особенности индивидуальных инвесторов и вкладчиков;
- защиту налогоплательщиков от перекладывания на них убытков, связанных с неоправданно рискованной политикой кредитных организаций, в то время как прибыль распределяется между частными лицами;

- достижение цели по стабильности национальной валюты только в случаях, когда долгосрочные издержки нестабильности финансовой системы являются явными и перевешивают потери от инфляции или ослабления обменного курса;
- обеспечение конкурентоспособности национального финансового рынка.

В этом случае понятие финансовая стабильность включает в себя практически все аспекты функционирования монетарной и финансовой системы страны: денежный рынок и инфляцию, валютный рынок, банковскую сферу, фондовый рынок, рынок долговых инструментов, недвижимость и пр. Таким образом, источниками финансовой нестабильности могут быть как проблемы в банковской системе или дисбалансы в области процентных ставок и цен на активы, так и проблемы, связанные с нарушением бесперебойности функционирования всех сегментов финансовой системы. Например, авторы исследования [30] включают в понятие финансовой нестабильности банковские кризисы, валютные кризисы и кризисы на финансовых рынках (в т.ч. кризисы государственного долга). При этом индикаторы финансовой нестабильности включает также: динамику ВВП и промышленного производства.

Определенные сложности в части преследования и достижения центральными банками целей по стабильности финансовой системы связаны с:

1. отсутствием точных количественных оценок их достижения и, как следствие, общепринятых критериев успешности работы центральных банков в этом направлении;
2. возникновением противоречий как между задачами в части обеспечения финансовой стабильности, так и с другими целями центрального банка;
3. идентификацией рисков формирования «финансовых пузырей» и реакцией на них центральных банков.

Традиционная точка зрения о реакции центральных банков на изменения параметров функционирования внутренних финансовых рынков и в т.ч. цен на финансовые активы заключается в том, что центральному банку, принимая решение о реализации денежно-кредитной политики, следует обращать внимание на общие макроэкономические риски, угрожающие достижению целевого инфляционного ориентира или параметрам деловой активности. Принимаемые монетарными властями решения в области процентной политики должны учитывать только

имеющие непосредственное отношение к достижению инфляционных ориентиров или темпов выпуска угрозы. Таким образом, в случае формирования пузыря на рынке финансовых активов, провоцирующего чрезмерное повышение потребительского или инвестиционного спроса, уместным является ужесточение монетарной политики, воздействующее непосредственно на параметры внутреннего спроса. В случае обвала финансового рынка при «сдутии» сформировавшегося на нем «пузыря» ослабление монетарной политики позволит снизить потери, простимулировав внутренний спрос.

Отметим, что такой подход не предполагает игнорирование признаков формирующихся на рынке финансовых активов дисбалансов. В случае их выявления возникающие риски учитываются при проведении экономической политики. В таком случае центральный банк реагирует на последствия «финансовых пузырей», а не на предпосылки и причины их формирования [31]. Например, ЕЦБ в рамках проводимой монетарной политики учитывает риски и последствия монетарной экспансии, которая зачастую приводит к возникновению «пузырей» на финансовом рынке.

Альтернативный подход предполагает, что монетарные власти должны действовать в противовес формирующимся на рынке финансовых активов тенденциям, исходя только из оценки возможных рисков, реализация которых угрожает достижению инфляционных ориентиров или параметрам деловой активности [32], [33], [34], [35]. Предполагается, что последовательные действия центральных банков позволят снизить убытки и негативные последствия финансовых дисбалансов. Критикуется данный подход в связи с практической сложностью идентификации «пузыря» на рынке финансовых активов и неопределенностью относительно масштабов изменения процентных ставок в ответ на проявляющиеся риски. Ключевым при таком подходе становится способ определения фундаментально обоснованного уровня цен на финансовые активы [32].

В рамках обоих подходов идентичной будет реакция центральных банков на финансовые пузыри, угрожающие ценовой стабильности в долгосрочной перспективе, даже если в краткосрочной перспективе достижению целевых приоритетов ничего не угрожает. В подобной ситуации неизбежна корректировка процентной политики. Однако наибольший эффект это окажет в относительно краткосрочной перспективе. В этой связи, несмотря на то, что повышение финансовой стабильности достаточно часто провозглашается центральными

банками в качестве ключевой цели денежно-кредитной политики, открытым остается вопрос относительно действенности ее инструментов в ответ на выявленные финансовые дисбалансы. Так, например, Дюпор В. [36], [37] приходит к выводу, что реакция центральных банков на «финансовый бум» зависит от причин, спровоцировавших стремительный рост цен на активы. В то же время в исследованиях соотношения целей по достижению ценовой и финансовой стабильности в рамках реализуемой денежно-кредитной политики авторы указывают на условия возникновения противоречий между этими целями [38], [39], [40].

Практическим примером таких противоречий служат тенденции, сформировавшиеся в посткризисный период в 2010-2015 гг., например, в странах еврозоны, когда стремительный рост цен на финансовые активы и формирование «пузыря» на финансовом рынке противоречило целям по преодолению дефляционных рисков и стимулированию экономики. Аналогичная ситуация характерна для экономики и Китая, и США [41]. В случае накопления значительной величины государственного долга, когда стремление центральных банков снизить стоимость его обслуживания и обеспечить снижение процентных ставок в экономике, провоцирует избыточный спрос, в т.ч. и на рискованные активы и дестабилизирует ситуацию на финансовых рынках при отсутствии негативных инфляционных тенденций (Япония).

2 Обеспечение ценовой стабильности как основная цель центральных банков

В современных условиях основной, если и не единственной целью большинства центральных банков является обеспечение ценовой стабильности. При этом, как показывает практика, режим инфляционного таргетирования, реализуемый не только в развитых, но и в развивающихся странах, является только одним из методов реализации денежно-кредитной политики, целью которого является достижение стратегической цели по инфляции. Гораздо раньше для достижения ценовой стабильности, хотя первоначально и без определения конкретного количественного целевого ориентира, использовались режимы монетарного таргетирования и таргетирования обменного курса.

2.1 Монетарное таргетирование

В современных условиях режим монетарного таргетирования, в рамках которого одной из целей центральных банков, является обеспечение ценовой стабильности или замедления динамики потребительских цен применяется только в малых слабо развитых экономиках.

Однако в 1970-х гг. после краха Бреттон-Вудской системы, в рамках которой уже отсутствовала обязательность конвертации национальных валют в золото для всех стран, кроме США, но существовали жесткие барьеры в международной торговле и движении капитала, монетарные агрегаты в качестве операционных целей денежно-кредитной политики активно использовали органы монетарные власти развитых стран, например, США, Великобритании и Германии. Именно в этот период быстрые темпы роста потребительских цен стали основным вызовом для центральных банков. В Великобритании в 1970-х гг. среднегодовой рост ускорился до 12,5% к соответствующему периоду предыдущего года, что более чем в 3 раза превышает их динамику в 1960-х гг. (3,5% в аналогичном исчислении). Аналогичные тенденции характерны и для Германии, и для США. Так, если в 1960-х гг. и в Германии, и в США среднегодовая инфляция не превышала 2,5% к соответствующему периоду предыдущего года, то в 1970-хх гг. в Германии она достигла 4,9%, в США – 7,1% в аналогичном исчислении (рисунок 6).

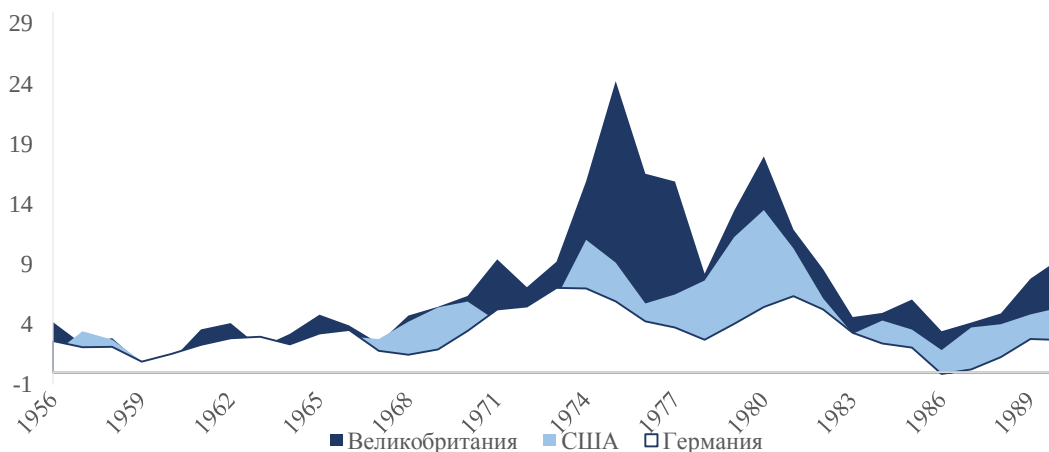


Рисунок 6 - Среднегодовая динамика потребительских цен в 1956-1990 гг., %

Источники: International Financial Statistics, International Monetary fund, www.imf.org, расчеты авторов

Де-факто ФРС США переходит к использованию темпов прироста монетарных агрегатов в качестве промежуточных целевых ориентиров проводимой денежно-кредитной политики в начале 1970-х гг., но только в 1975 г., следуя

указанию Конгресса, приступает к их публикации [42], [24]. Отметим, что именно в 1975 г. после многолетних дебатов впервые был определен мандат ФРС США, заключающийся в максимизации занятости, поддержании стабильных и доступных долгосрочных процентных ставок и стабильности цен. При этом цель по достижению ценовой стабильности ФРС США не рассматривалась в качестве первоочередной, а интерпретировалась в качестве условия, необходимого для поддержания низких долгосрочных процентных ставок. Так, называемый «двойной» мандат был утвержден в 1977 г. Законом о Федеральном резерве. Такая формулировка принципиально меняла не только расстановку акцентов в реализуемой денежно-кредитной политики, но и статус ФРС США. Ранее задачи ФРС США регламентировались Законом о занятости от 1946 г., согласно которому ее полномочия рассматривались, во-первых, только в контексте деятельности правительства, и, во-вторых, приоритетной задачей являлась цель по обеспечению полной занятости [43].

В 1974 г. решение о внедрении принципов монетарного таргетирования и необходимости согласования среднесрочных целей реализуемой денежно-кредитной политики с ожидаемыми темпами экономического роста принимает Бундесбанк. Позже в 1977 г. о переходе к монетарному таргетированию Банк Англии официально объявил, хотя де-факто в качестве промежуточного ориентира денежно-кредитной политики монетарные показатели начали использоваться также в 1974 г.

Практика монетарного таргетирования в этих странах весьма существенно отличалась, отражая тем самым особенности их экономического развития. Так, например, ФРС США использовала систему промежуточных целевых ориентиров, включавшей динамику денежных агрегатов M1, M2, M3. Предполагалось, что это позволит ФРС США учитывать и отслеживать структурные макроэкономические изменения. При этом как показывают результаты исследования [44], уже во второй половине 1970-х гг. процентная политика становится действенным инструментом денежно-кредитной политики ФРС США, оказывая непосредственное влияние на динамику процентных ставок денежного рынка. Тем не менее такая практика сопровождалась значительными отклонениями фактических показателей от целевых значений, даже несмотря на последовательное расширение целевого диапазона. В результате в 1987 г. ФРС США отказывается от использования денежного агрегата M1, а уже с 1998 г. целевые ориентиры темпов прироста монетарных показателей

ФРС США начинает использовать только в качестве номинального якоря, позволяющего регулировать инфляционные ожидания экономических агентов.

В 2001 г. ФРС США отказалась и от установления и использования монетарных показателей в качестве промежуточных ориентиров денежно-кредитной политики [45], что связано с существенным ростом их волатильности вследствие повышения роли финансовых институтов и расширения перечня финансовых инструментов, используемых экономическими агентами и в т.ч. банками США. В результате доля наиболее ликвидных денежных средств, входящих в M1, сократилась к концу 2001 г. до 14,9% по сравнению с 32,5% в 1970 г. при снижении вклада денежного агрегата M2 до 67,4% по сравнению с 92,6% соответственно (таблица 1).

Таблица 1– США: Структура денежного агрегата M3

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2005
M3	100	100	100	100	100	100	100	100	100
M2	92,6	86,7	80,2	77,8	79,0	78,6	68,9	67,4	65,7
M1	32,5	25,2	21,0	19,7	20,2	24,7	15,5	14,9	13,7

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

В 2001 г. денежно-кредитная политика ФРС США приобретает ярко выраженную стимулирующую направленность, что учитывая «двойной» мандат регулятора было спровоцировано резким замедлением темпов экономического роста и формированием отрицательного разрыва выпуска (рисунок 7).

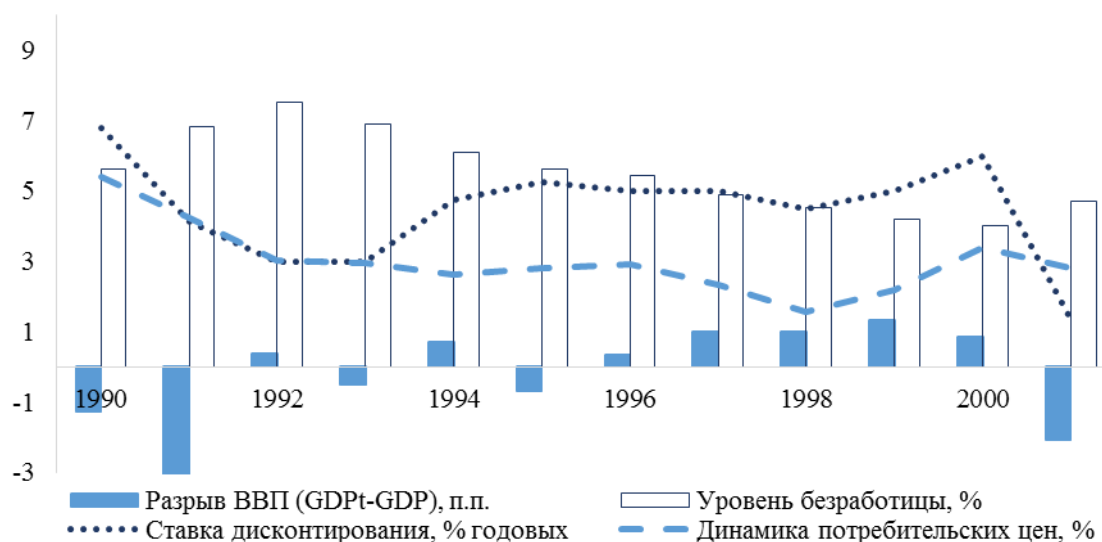


Рисунок 7 – Макроэкономические условия выбора целей денежно-кредитной политики ФРС США в 1990 – 2001 гг.

Источники: Bernanke B., Mishkin F. «Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy», Macroeconomics Annual, National Bureau of Economic Research, vol.7, 1992, International Financial Statistics, International Monetary fund, www.imf.org, расчеты авторов

Причина отказа Банка Англии от таргетирования монетарных показателей была связана со структурными особенностями сектора финансовых корпораций, с традиционно высокой ролью финансовых инноваций. Уже в 1960-х гг. в Лондоне сформировался рынок евродолларов, а в конце 1970-1980-х гг. страна становится международным финансовым центром. В 1978 г. начинает функционировать Лондонская торговая биржа, в 1980-1982 гг. – Лондонская фьючерсная биржа, Международная фондовая биржа. В начале 1980-х гг. начинает развиваться рынок производных финансовых инструментов и еврооблигаций, своп-рынок.

Быстрые темпы развития финансового посредничества в Великобритании сопровождались последовательной финансовой либерализацией. Так, в 1979 г. были отменены все ограничения на валютные операции, в 1985 г. – на все финансовые операции. Как следствие, величина денежного мультипликатора в Великобритании не только увеличивалась более быстрыми темпами по сравнению с Германией и США, но и отличалась весьма существенной волатильностью. Так, если к концу 1970 г. денежный мультипликатор в Великобритании и Германии был равен 5, то уже в 1980 г. в Великобритании он возрос до 11,4, а в Германии – до 6,3 (Таблица 2).

Таблица 2 – Денежный мультипликатор*

	1950-е	1960-е	1970-е	1980-е	1990-е	2000-е	2010-2014
среднегодовой							
Великобритания	4,2	3,9	5,0	11,4	24,0	30,3	9,0
Германия	2,7	4,1	5,0	6,3	7,2		
США	4,8	7,8	10,1	13,7	10,9	10,9	4,9
среднеквадратическое отклонение							
Великобритания	0,24	0,09	0,27	3,27	4,54	5,30	2,51
Германия	0,29	0,65	0,24	0,34	0,56		
США	0,76	0,50	0,82	0,48	0,91	1,63	0,78
внутригодовая волатильность, %							
Великобритания	5,8	2,3	5,4	27,1	18,5	16,8	26,9
Германия	10,4	15,6	4,9	5,4	7,7		
США	14,9	6,4	8,0	3,5	8,2	14,7	15,9

*рассчитывается как отношение широких денег (сумма наличных денег вне банковской системы и средств, размещенных в депозитах до востребования, срочных и сберегательных депозитах, депозитах в иностранной валюте, банковских и дорожных чеках, депозитных сертификатах и других коммерческих ценных бумагах) к денежной базе в широком определении.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Аналогичные тенденции были характерны и для динамики скорости обращения денежной массы. Ее максимум был достигнут в 1980-е гг., в период наиболее быстрого развития международного финансового рынка, когда внутригодовая волатильность скорости обращения широкой денежной массы в Великобритании достигла 29%. Для сравнения, в США и в Германии в этот период она составляла соответственно 2,4% и 2,9% (таблица 3).

Таблица 3 – Скорость обращения широкой денежной массы

	1960-е	1970-е	1980-е	1990-е	2000-е	2010-2014
	среднегодовая					
Великобритания	2,7	2,9	2,2	1,3	0,8	0,6
Германия*	4,1	4,1	3,6	2,9		
США	1,6	1,4	1,4	1,5	1,3	1,1
	среднеквадратическое отклонение					
Великобритания	0,1	0,3	0,6	0,3	0,1	0,02
Германия		0,2	0,1	0,1		
США	0,05	0,03	0,03	0,1	0,1	0,02
	внутригодовая волатильность, %					
Великобритания	3,3	9,5	29,0	19,0	15,4	3,6
Германия		3,7	2,9	3,1		
США	3,2	1,7	2,4	4,8	6,8	1,3

* – скорость обращения денежной массы для Германии рассчитана по денежному агрегату M2

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Как следствие, за весь период таргетирования монетарных показателей в 1976-1987 гг. целевые ориентиры Банку Англии удалось достичь только в 4 случаях: в 1976-1977 гг., 1978-1979 гг., 1979-1980 гг., 1983-1984 гг., несмотря на использование достаточно широкого целевого диапазона в 4 п.п. (рисунок 8).

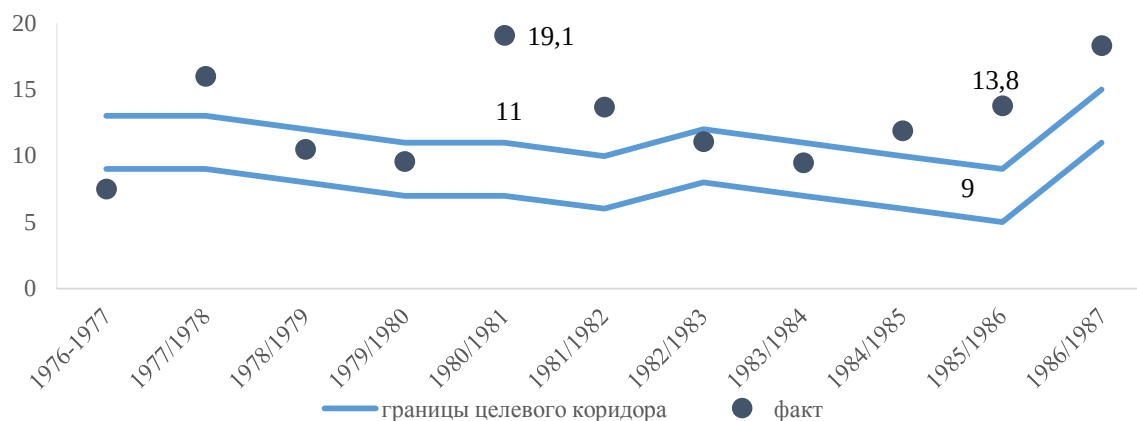


Рисунок 8 – Отклонение фактических темпов прироста монетарных показателей от соответствующих целевых ориентиров, п.п.

Источники: Cobham D. «The making of monetary policy in the UK, 1975-2000», in Financial Economics and Quantitative Analysis Series, 2001, International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Официально от монетарного таргетирования Банк Англии отказывается в 1987 г., тогда как содержащиеся в бюджете на 1987 г. целевые ориентиры по динамике узкого денежного агрегата M0 носили лишь информативный характер [24]. Де-факто с 1985 г. денежно-кредитная политика в Великобритании осуществлялась без определения четких количественных промежуточных ориентиров, а ее основной конечной целью становиться обеспечение ценовой стабильности.



Рисунок 9 – Макроэкономические условия выбора целей денежно-кредитной политики Банка Англии в 1975 – 1990 гг.

Неформально в качестве номинального якоря Банк Англии в этот период уже приступает к использованию динамики обменного курса фунта стерлингов к немецкой марке [46], что, несмотря на политические разногласия, было неизбежным, учитывая подписание соглашений о скоординированных валютных интервенциях

(Plaza Accord)⁶ в 1985 г., и о стабилизации международных валютных рынков (Louvre Accord)⁷ в 1987 г. [47]. Как следствие, проводимая в этот период Банком Англии денежно-кредитная политика отличалась не только значительными и частыми валютными интервенциями, но и высокой волатильностью процентных ставок. В результате в марте 1988 г. формально был объявлен переход к плавающему валютному курсу, а в октябре 1990 г. Великобритания официально становится участником ERM (European Exchange Rate Mechanism), ограничивавшим колебания валютного курса в диапазоне $\pm 6\%$, что и использовалось в качестве основного довода в пользу присоединения Великобритании к ERM (рисунок 10).

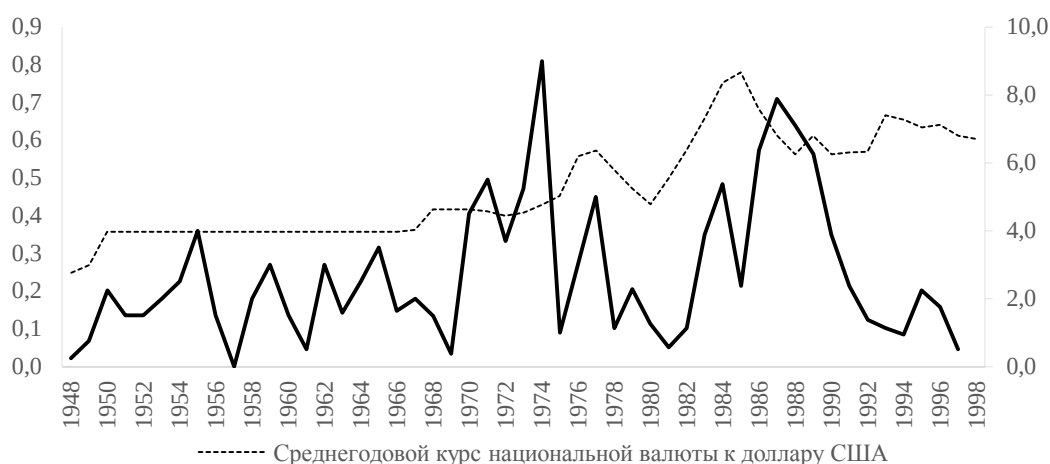


Рисунок 10 – Среднегодовой обменный курс фунта стерлингов к доллару США и сред ключевых процентных ставок

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

⁶ Подписанное в сентябре 1985 г. соглашение о скоординированных валютных интервенциях (Plaza Accord) министрами финансов G-5 в отеле Plaza в Нью-Йорке было призвано обеспечить обесценение американского доллара за счет проведения скоординированных валютных интервенций по продаже долларов США. Это свидетельствовало об отказе от политики «невмешательства» и переходе к более гибкому регулированию процесса курсообразования [150], [151].

⁷ Соглашение Louvre Accord, подписанное в феврале 1987 г. министрами финансов G7 в Лувре, в Париже было призвано ограничить курсовую волатильность национальных валют и сдержать обесценение доллара США, последовавшее после подписания Plaza Accord. Louvre Accord устанавливал границы валютного коридора ($\pm 5\%$ от текущего уровня) за пределами которого страны участницы обязались проводить валютные интервенции. Официально границы валютного коридора объявлены не были. В этих условиях впервые с 1985 г. в феврале 1987 г. ФРС США возобновила валютные интервенции по покупке долларов США, сдерживая обесценение национальной валюты. Подписанное в сентябре 1985 г. соглашение о скоординированных валютных интервенциях (Plaza Accord) министрами финансов G-5 в отеле Plaza в Нью-Йорке было призвано обеспечить обесценение американского доллара. Подписанное соглашение предусматривало проведение скоординированных валютных интервенций по продаже долларов США, что свидетельствовало об отказе от политики «невмешательства» и переходе к более гибкому регулированию процесса курсообразования [150].

Однако решение о присоединении Великобритании к ERM подвергалось критике, в т.ч. вследствие необходимости снижения Банком Англии ключевых процентных ставок, обеспечивающего ослабление курса фунта в соответствии с ERM. В результате уже в сентябре 1992 г. Великобритания отказывается от условий ERM, приняв решение о переходе к инфляционному таргетированию.

Специфическая черта таргетирования монетарных показателей Бундесбанком заключалась в значимой роли, уделяемой динамике обменного курса немецкой марки, что, по мнению регулятора, позволяло поддерживать конкурентоспособность экспортируемой Германией продукции. Устойчивость национальной валюты Бундесбанком рассматривалась в качестве условия, обеспечивающего достижение конечной цели денежно-кредитной политики – ценовой стабильности. Обязательства Бундесбанка по управлению динамикой обменного курса немецкой марки определялись рядом ранее упомянутых международных соглашений о регулировании валютных курсов европейскими странами (European Exchange Rate Mechanism), о скоординированных валютных интервенциях (Plaza Accord), и о стабилизации международных валютных рынков (Louvre Accord) [47].

Практика таргетирования денежных агрегатов Бундесбанком основывалась на регулировании краткосрочных процентных ставок денежного рынка. До середины 1980-х гг. для достижения поставленных целей Бундесбанк регулировал объемы предоставления банкам краткосрочной ликвидности посредством дисконтных (учетных) или ломбардных кредитов. Традиционно объемы сделок определялись исходя из предъявляемого кредитными организациями спроса, тогда как количественные ограничения Бундесбанк задействовал только в целях ужесточения денежно-кредитной политики, сокращая объемы денежного предложения. С 1985 г. основным операционным инструментом денежно-кредитной политики Бундесбанка становятся операции РЕПО сроком от двух до четырех недель [48].

В качестве отличительных особенностей денежно-кредитной политики Бундесбанка, обеспечивших эффективность реализации монетарного таргетирования в Германии, правомерно выделить следующие [49], [50], [48]:

Во-первых, устанавливая целевые ориентиры темпов прироста денежных агрегатов, Бундесбанк руководствовался не только долгосрочной инфляционной целью и оценками потенциальных объемов выпуска, но и ожидаемым изменением скорости обращения денежной массы [49]. Таким образом, в своей практике

Бундесбанк учитывал не только меняющиеся макроэкономические условия, но и непостоянство скорости обращения денежной массы.

Во-вторых, в случае возникновения противоречий между формированием отрицательного разрыва выпуска и усилением инфляционного давления, приоритетной целью для Бундесбанка традиционно являлось замедление динамики потребительских цен.

В-третьих, Бундесбанк существенное значение придавал коммуникации с экономическими агентами относительно конечных долгосрочных целей денежно-кредитной политики и причин отклонения фактических значений от целевых промежуточных ориентиров. Так, например, Мишкин в исследовании [49] практику таргетирования монетарных показателей в Германии расценивает как «коммуникационную стратегию», обеспечивающую достижение долгосрочных целей и контроль за динамикой потребительских цен.

В-четвертых, антиинфляционная направленность денежно-кредитной политики Бундесбанка во второй половине 1970-х гг. дополнялась стимулирующей бюджетной политикой: летом 1978 г. было принято решение о реализации дополнительных стимулирующих бюджетных мер, в числе которых снижение налоговой нагрузки при одновременном увеличении целевых капитальных расходов [51]. Бюджетная политика создавала преференции приоритетным отраслям экономики, в то время как денежно-кредитная политика Бундесбанка была ориентирована на поддержание ценовой стабильности.

В результате опыт таргетирования монетарных показателей Бундесбанком правомерно рассматривать в качестве наиболее успешного. Во-первых, Германия являлась одной из быстрорастущих европейских стран (рисунок 12). Во-вторых, темп прироста потребительских цен в Германии, хотя и не являлся самым низким среди европейских стран, уступал динамике в США, Великобритании, Канаде (рисунок 11).

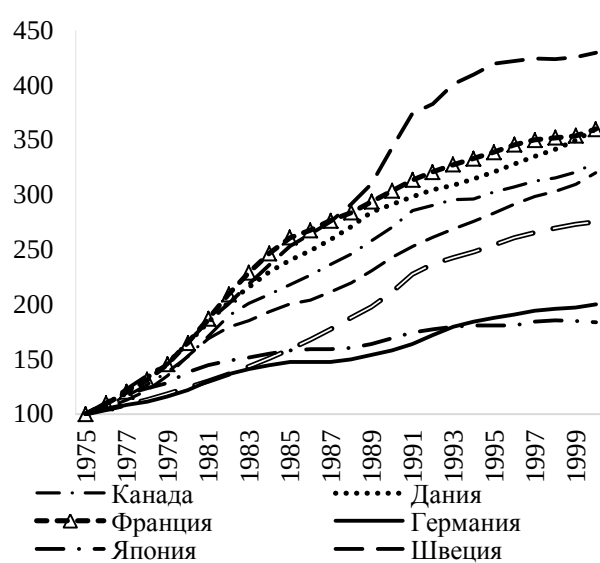


Рисунок 11 – ИПЦ (1975=100%)

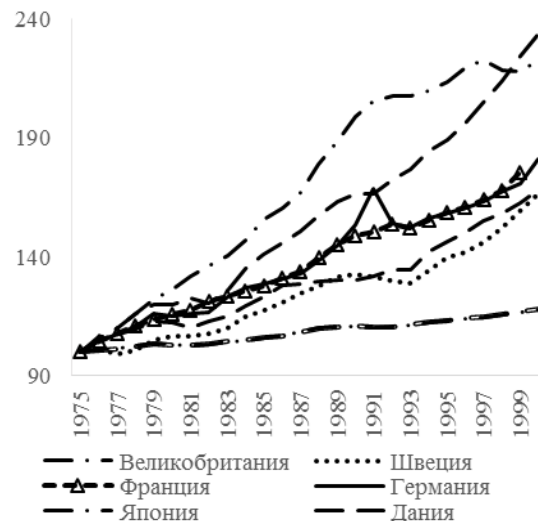


Рисунок 12 – Темпы роста ВВП (1975=100%)

Источники: International Financial Statistics, International Monetary fund, обзор практики инфляционного таргетирования и режимов монетарной политики, расчеты авторов

В практику центральных банков развивающихся стран основы монетарного таргетирования активно начали внедряться в 1990-е годы, что было связано, во-первых, с отказом от плановой экономики таких стран, как Польша, Словакия, Словения, Чехия, а во-вторых, с получением независимости и формированием центральных банков в таких странах, как Гана, Гвинея, Кения, Нигерия, Иордания, Мальта.

В современных условиях монетарные показатели таргетируют только наименее развитые малые экономики, составляющие лишь 13% общей численности стран, входящих в МВФ [52] (таблица 4). Конечными целями реализуемой денежно-кредитной политики в этих странах выступают: ценовая стабильность и стабильность национальной валюты, а также макроэкономическая стабильность или параметры экономического роста. Вместе с тем в большинстве случаев, несмотря на множественность целей, центральные банки выстраивают иерархию целевых приоритетов и задач реализуемой денежно-кредитной политики, в которой ценовая стабильность рассматривается в качестве первоочередной цели, создающей условия для стабильных и устойчивых темпов роста экономики

Таблица 4 – Режимы денежно-кредитной политики, реализуемые мировыми центральными банками, %

	Таргетирование обменного курса				Таргетирование монетарных агрегатов	Инфляционное таргетирование	Другие режимы
	Доллар	Евро	Валютные корзины	Другие валюты			
2008	33,0	14,4	8,0	3,7	11,7	22,9	6,4
2009	28,7	14,4	7,4	4,3	13,3	15,4	16,5
2010	26,5	14,8	7,9	3,7	13,2	16,4	17,5
2011	25,3	14,2	7,4	4,2	15,3	16,3	17,4
2012	22,6	14,2	6,8	4,2	15,3	16,8	20,0
2013	23,0	14,1	6,8	4,2	13,6	17,8	20,4
2014	22,5	13,6	6,3	4,2	13,1	17,8	22,5
Справочно:							
в % мирового ВВП, в текущих ценах							
	16,0	2,0	2,1	0,1	1,2	31,8	46,5
в % мирового ВВП, по ППС							
	23,5	1,4	3,5	0,1	2,0	27,2	41,5

Источники: Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, International Monetary Fund, 2014, www.imf.org, расчеты авторов

Как показывает практика монетарные показатели в современных условиях таргетируют только центральные банки слабо развитых финансово-замкнутых экономик. Наиболее развитой с учетом величины ВВП на душу населения является Нигерия, в которой величина данного индикатора в 2013 г. достигала 3005,5 долл. на человека, тогда как к числу наименее развитых относится Малави - 226,5 долл. на человека (см. приложение 1). Относительная финансовая замкнутость этих стран является условием, позволяющим центральным банкам ограничить влияние конъюнктурных колебаний финансовых рынков на движение обменного курса национальной валюты, формируемого в рамках плавающего режима валютного курса. Так, например, максимальный чистый приток валютно-финансовых средств по финансовому счету платежного баланса был характерен для Танзании (7,2% ВВП), отток - для Нигерии (9,3% ВВП).

2.2 Таргетирование обменного курса

Центральные банки малых достаточно глубоко интегрированных в мировую экономику стран в большинстве своем придерживаются таргетирования обменного курса, поддерживая ценовую стабильность, воздействуя на стоимость национальной валюты. В отличие стран, таргетирующих в современных условиях монетарные показатели, обменный курс является целевым ориентиром в странах со средним (от

1045 до 12736 долл. на человека) или высоким уровнем ВВП на человека (более 12736 долл. на человека).

В современных условиях таргетирование обменного курса является наиболее распространенным среди мировых центральных банков методом достижения ценовой стабильности. По данным МВФ, в 2014 г. обменные курсы таргетировали центральные банки 110 стран, что составляет 46,6% общей совокупности центральных банков стран, входящих в МВФ. Наиболее крупными странами, в которых реализуется данный режим денежно-кредитной политики – это Швейцария, Саудовская Аравия, Иран и Аргентина, на долю которых приходится соответственно 1%, 0,9%, 0,8% и 0,8% мирового ВВП в текущих ценах. Единственной крупной страной, центральный банк которой таргетирует обменный курс, является Китай, на долю которого приходится 10,1% мирового ВВП в текущих ценах и 14,4% мирового ВВП по ППС (см. Приложение 2).

Основной недостаток таргетирования обменного курса, ставший причиной отказа от его использования большинством крупнейших не только развитых, но и развивающихся стран, объясняется гипотезой о «невозможной троице» денежно-кредитной политики. Именно для этой категории стран, глубоко интегрированных в мировые не только торговые, но и финансовые взаимоотношения, наиболее актуальной и болезненной является потеря независимости в реализации денежно-кредитной политики при попытке фиксировать обменный курс (рисунок 13).

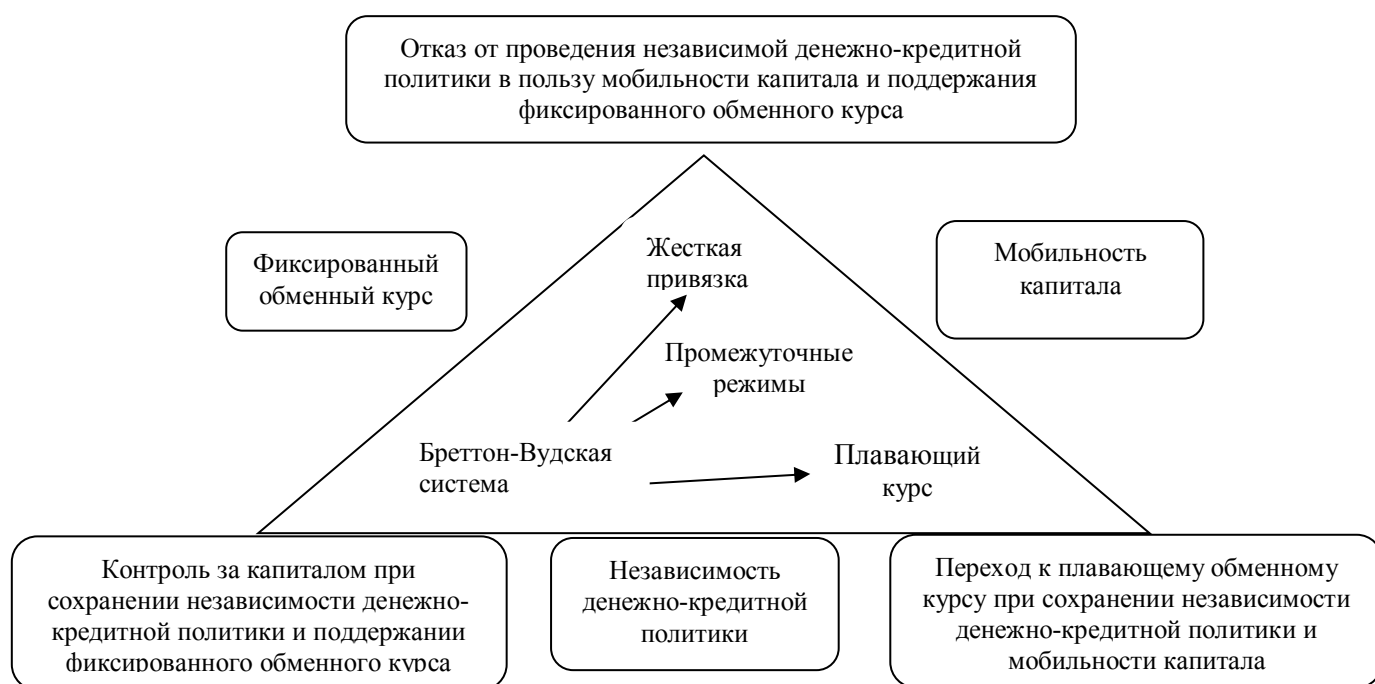


Рисунок 13 – Трилемма денежно-кредитной политики

Источник: Alan M. Taylor, Global finance after the crisis, Quarterly Bulletin 2010 Q4, Bank of England

По мере повышения открытости национальных экономик, снятия ограничений на движение капитала, численность стран, придерживающихся фиксированного обменного курса, последовательно сокращается. После отказа от Бреттон-Вудской системы, предусматривавшей фиксацию обменных курсов национальных валют к доллару США, эволюция денежно-кредитной политики сопровождалась последовательным повышением гибкости курсовой политики: отказом от жесткой фиксации обменного курса в пользу промежуточных режимов, а затем и полного отстранения центральных банков от участия в процессе курсообразования.

Для развивающихся стран отказ от жесткой фиксации обменных курсов национальных валют в пользу более гибких режимов курсообразования характерным стал только во второй половине 1990-х гг. Так, если в 1975 г. обменные курсы национальных валют только 10% развивающихся стран формировались в рамках гибких режимов курсообразования, в 1985 г. доля таких стран возросла до 25%, в 1996 г. – до 52%. Наиболее часто в качестве промежуточного ориентира денежно-кредитной центральные банки используют обменный курс национальной валюты к доллару США. Так, например, в 2014 г. центральные банки, таргетировавшие

обменный курс к доллару США, составляли 48,3% общей численности центральных банков, таргетирующих обменные курсы, к евро – 29,2%, к корзине валют – 13,5%, тогда как на долю других валют приходилось не более 9%. Тем не менее, отметим, что доля стран, таргетирующих обменный курс национальных валют к доллару США, последовательно снижается. Так, например, в 2008 г. в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики его использовали 55,8% центральных банков, таргетировавших обменные курсы, тогда как обменный курс к евро использовали в 24,4% случаев, к корзине валют – в 13,5%, к другим валютам – в 6,3%.

Объективной предпосылкой использования в качестве номинального якоря обменного курса национальной валюты к доллару США является его доминирующая роль в мировых торговых и финансовых сделках. Так, например, его доля в структуре дневного оборота мирового валютного рынка возросла с 83,3% в 1995 г. до 87% в 2013 г. Второй по значимости валютой является евро, на долю которой в структуре дневного оборота мирового валютного рынка в 2013 г. приходилось 33,4%, тогда как максимум в 39,1% был достигнут уже в посткризисный период, в 2010 г. (таблица 5).

Таргетируя обменный курс национальной валюты к валюте страны с более низкими темпами инфляции, центральный банк, импортируя инфляцию, обеспечивает достижение конечной цели денежно-кредитной политики – замедление динамики цен внутри страны или ценовую стабильность. Как следствие, страны, таргетирующие обменный курс вполне успешны в части достижения ценовой стабильности.

Таблица 5 – Структура дневного оборота мирового валютного рынка

	1995		2001		2004		2007		2010		2013	
	%	место	%	место	%	место	%	место	%	место	%	место
доллар США	83,3	1	89,9	1	88,0	1	85,6	1	84,9	1	87,0	1
евро			37,9	2	37,4	2	37,0	2	39,1	2	33,4	2
японская иена	24,1	2	23,5	3	20,8	3	17,2	3	19,0	3	23,0	3
фунт стерлингов			13,0	4	16,5	4	14,9	4	12,9	4	11,8	4
австралийский доллар			4,3	7	6,0	6	6,6	6	7,6	5	8,6	5
китайский юань			6,0	5	6,0	5	6,8	5	6,3	6	5,2	6
канадский доллар			4,5	6	4,2	7	4,3	7	5,3	7	4,6	7

Источник: Bank for International Settlements (BIS), www.bis.org

Так, среднегодовые темпы прироста потребительских цен в 2010-х гг. в странах, таргетирующих обменный курс, составляли 5,4%. При этом наиболее успешны в контексте в антиинфляционной политике являются страны, таргетирующие обменный курс национальной валюты к евро, где среднегодовой рост цен в 2010-2014 гг. не превышал 2,3%. Для сравнения: среднегодовые темпы прироста потребительских цен в 2010-2014 гг. в группе развивающихся стран составляли 6,2%, в развитых – на 1,7%.

Интеграция развивающихся стран в мирохозяйственные процессы сопровождалась сначала отказом от таргетирования обменных курсов национальной валюты к одной валюте в пользу использования валютной корзины. При этом во многих странах именно череда валютных кризисов привела к отказу центральных банков от политики таргетирования обменного курса и внедрению принципов инфляционного таргетирования. В качестве примера, отражающего уязвимость и макроэкономические последствия несбалансированной денежно-кредитной, правомерно рассматривать опыт таргетирования обменного курса в странах Латинской Америки и в частности в Бразилии.

История таргетирования обменного курса в Бразилии берет свое начало в августе 1968 г., когда центральный банк Бразилии с тем, чтобы ослабить сформировавшиеся в рамках Бреттон-Вудской системы дисбалансы, принял решение о введении «скользящей привязки» (crawling peg)⁸ крузейро к доллару США. Подобная тактика сопровождалась частыми, но незначительными изменениями номинального обменного курса, магнитуда которых определялась влиянием не только внутренних потребительских цен, но и цен на товары основных торговых партнеров, и, прежде всего, США. Действуя таким образом, Банк Бразилии обеспечивал стабильность реального обменного курса национальной валюты. В 1968-1973 гг. ВВП увеличивался в среднем на 11% ежегодно. Этот период в истории экономического развития Бразилии называют «экономическим чудом» [53].

Внешним шоком для экономики Бразилии стало падение цен на нефть в 1973 г., спровоцировавшее значимое увеличение дефицита ее торгового баланса. В этих условиях было принято решение о продолжении стимулирующей экономической

⁸ Считается, что впервые «скользящая привязка» национальной валюты к доллару была введена в Чили в апреле 1965 г., однако еще в начале 1964 г. подобная практика была введена в Аргентине. В начале 1967 г. данный режим курсовой политики был введен в Колумбии.

политики, основанной на высокой доступности внешних источников финансирования. Основным их реципиентом выступало правительство. В результате если в 1948-1980 гг. среднегодовой рост цен, измеренный дефлятором ВВП, в Бразилии составлял в среднем 45,3% при росте производства на 7,5%, то уже в 1981-1989 гг. рост цен ускорился до 340%, а рост экономики замедлился до 3,3%, а производительности труда и вовсе прекратился (таблица 6).

Таблица 6 – Среднегодовой темп прироста цен, ВВП и производительности труда, %

	Дефлятор ВВП	Темп роста ВВП	Производительность труда
1948-1980	45,3	7,5	4,1
1981-1989	341,2	3,3	0,6
1990-1994	1643,6	0,8	1,0
1995-2000	8,9	2,6	1,8
1990-2000	757,8	1,8	1,4

Источник: Vernengo M. «External Liberalization, Stabilization and the Labor Market in Brazil», Latin American Perspectives, July 2004, Vol. 31, №4

Очередным ударом для экономики Бразилии стал мексиканский долговой кризис 1982 г. Его отголоски вызвали сокращение внешних источников финансирования государственного долга и отток капитала в развитые страны. В результате если среднегодовые темпы девальвации национальной валюты в 1980-1982 гг. достигли 46,7%, то в 1983-1984 гг. – уже 67,8%. Последовательно ускорился рост потребительских цен, достигнув 226% в 1985 г. Однако в экономической литературе ценовую динамику 1975-1985 гг. характеризуют как умеренную [54], поскольку уже к 1990 г. рост цен ускорился более чем в 10 раз до 2948% (рисунок 14).

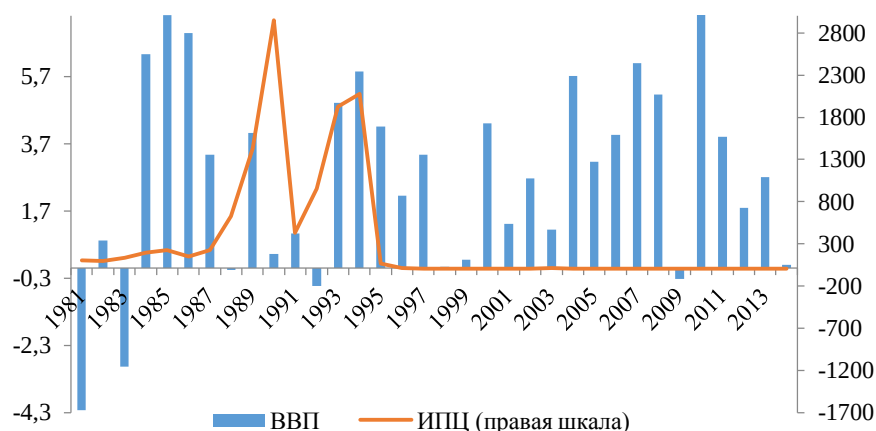


Рисунок 14 – Среднегодовые темпы экономического роста и роста
потребительских цен в Бразилии, в %

Источник: International Monetary Fund, International Financial Statistics,
www.imf.org

В конце 1980-х гг. Минфин Бразилии приступил к реализации стабилизационных программ. За период с 1986 г. по 1994 г. было реализовано пять таких программ: Cruzado Plan, Bresser Plan, Summer Plan, Collor Plan I, Collor Plan II, характерной чертой которых являлась одномоментная заморозка цен на отдельные виды и группы потребительских товаров, объясняющая стремительное, но весьма непродолжительное замедление инфляции (таблица 7).

Таблица 7 – Стабилизационные планы, реализованные в Бразилии

Цель	Основные черты	Результаты
Cruzado Plan: 1986		
нулевая инфляция	Заморозка цен и заработных плат, смягчение условий внешних заимствований, обменный курс зафиксирован по состоянию на день, предшествовавший введению реформы, введение новой валюты крузато вместо действовавшего ранее крузейро, путем деноминации в 1000 раз.	Замедление роста цен с 226% в 1985 г. до 147% в 1986 г., удалось избежать значительного замедления роста экономики (7,5% в 1985 г. до 7% в 1986 г.). Дефицит счета текущих операций в 1986 г. увеличился до -2,5% ВВП (-0,1% ВВП в 1985 г.)
Bresser Plan: 1987		
замедление инфляции, преодоление последствий гиперинфляции, экономического и финансового кризисов	Заморозка цен, возвращение к системе индексаций, обменный курс не был зафиксирован, что обусловило значительную реальную девальвацию национальной валюты, срок действия введенных мер ограничивался тремя месяцами.	Замедление инфляции и быстрое ее восстановление. Прекращение рецессии, снижения зарплат и финансового кризиса, сокращение дефицита счета текущих операций и формирование положительного сальдо в 1% ВВП в 1988 г.
Summer Plan: 1989		
Краткосрочная цель по замедлению инфляции в год выборов	Девальвация национальной валюты на 18% до паритета с долларом США. Повторно валюта была девальвирована в апреле на 3,2% и в мае - еще на 4,5%, деноминация в 1000 раз, в обращение введен «новый крузато».	Последовательная девальвация валюты темпами, равными инфляции. Реальное укрепление национальной валюты, рост валютных спекуляций. С 1989 г. финансовые операции на официальном рынке осуществлялись по плавающему валютному курсу, коммерческие сделки – по официальному курсу
Collor Plan I: 1990		
Одномоментное снижение инфляции	Заморозка цен на товары и финансовые активы, введение дополнительного налога на финансовые активы, снятие ограничений на поставки импорта и повышение гибкости курсовой политики, снижение тарифов на импорт, запрет эмиссии чеков и ценных бумаг на предъявителя, деноминация в 1000 раз, в обращение введен крузейро.	Шестикратное замедление инфляции в 1991 г., но уже в 1992 г. ее рост возобновился.
Collor Plan II: I фаза: январь 1991-май 1991		

Замедление инфляции, снижение привлекательности краткосрочных финансовых активов	Заморозка цен в январе 1991	После резкого снижения в январе 1991 г., и последовавшего резкого увеличения к октябрю 1991 г., рост цен удалось остановить.
II фаза: май 1991- август 1992		
Замедление инфляции	Традиционная стабилизационная политика: контроль за бюджетными расходами, высокие процентные ставки	
The Real Plan: декабрь 1993		
Повышение бюджетной устойчивости	Очередная деноминация в 1000 раз, в 1993 г. в обращение введена новая валюта крузейро реал.	Многokратное замедление инфляции, пролонгация, изменение его структуры, объема госдолга, создание Социального резервного фонда (Social Emergency Fund), торговая либерализация и изменение курсовой политики.
замедление инфляции	В 1994 г. в обращение введен бразильский реал, в соотношении 1:2750, что обеспечивало паритет между URV и крузейро реал.	

Источники: Frenkel R., Rapetti M. «A Concise History of Exchange rate Regimes in Latin America», Center for Economic and Policy Research, April 2010, Bresser-Pereira LC «Brazil's Inflation and the Cruzado Plan, 1985-1988», www.bresserpereira.org, Frunco Gustavo H.B. «The real plan», Central Bank of Brazil, February 1996

Эволюция денежно-кредитной политики в Бразилии в начале 1990-х гг. была вызвана торговой и финансовой либерализацией. В результате низкие темпы экономического роста (в 1990 г. – на 0,4%, в 1991 г. – на 1% и спад производства на 0,5% в 1992 г.) сопровождалась масштабным притоком краткосрочного спекулятивного капитала, привлекаемого в страну высоким уровнем процентных ставок. Как следствие последующие стабилизационные планы «Collor Plan I» и «Collor Plan II» были ориентированы на ограничение финансовых операций. «Collor Plan I», введенный в марте 1990 г., предусматривал заморозку 80% всех как краткосрочных, так и бессрочных финансовых активов сроком на 18 месяцев, по истечении которых планировалось их возвращение с учетом начисленных процентов по ставке в 6% годовых 12 платежами. Реализация плана «Collor Plan II» была осуществлена в два этапа. На первом этапе по аналогии с ранее действовавшими программами в январе 1991 г. было принято решение о замораживании цен. Второй этап, реализованный в мае 1991 г., не предполагая административных методов контроля за ценами, был направлен на ограничение бюджетных расходов при сохранении высоких процентных ставок. Задачей Банка Бразилии становится снижение дифференциала внутренних и внешних процентных ставок, что в совокупности с повышением гибкости курсовой политики было необходимым

условием сокращения притока краткосрочного капитала в страну. Во втором полугодии 1993 г. были введены ограничения на приток капитала, нацеленные на сокращение доли краткосрочного потока при стимулировании прямых и портфельных инвестиций.

Наиболее успешным пакетом мер стал «Real Plan», введенный в декабре 1993 г. и включавший три этапа: реализация программ по повышению устойчивости бюджетной системы, предполагавших сокращение бюджетных обязательств, переходный период, и уже на третьем этапе была введена новая валюта – бразильский реал. Особого внимания в контексте эволюции денежно-кредитной политики Центрального банка Бразилии заслуживают два последних этапа.

Задачи переходного периода заключались в создании условий для перевода всей контрактной системы в новую систему счисления «единицу реальной стоимости» (URV), приравненную к доллару США. Вместе с тем использование URV, выступавшей в качестве эквивалента стоимости при индексации контрактов и заработных плат, началось в феврале 1994 г. Все новые контракты, заключенные в Бразилии после февраля 1994 г., были номинированы в URV.

Эмиссия бразильского реала началась в июне 1994 г. Первоначально, поддерживая стоимость бразильского реала, центральный банк Бразилии осуществлял интервенции на валютном рынке только в случае снижения стоимости национальной валюты относительно доллара США. В противном случае интервенции не осуществлялись. Нормативы обязательного резервирования по депозитам до востребования были повышены с 50% до 100%, тогда как по срочным и сберегательным – лишь на 5 п.п. с 15% до 20%, а затем и до 30%.

Значимый прогресс был достигнут во II половине 1994 г., когда рост потребительских цен замедлился с 4452% во II квартале к соответствующему периоду предыдущего года до 2932% и 1216% в аналогичном исчислении соответственно в III и IV кварталах. По итогам 1994 г. потребительские цены в Бразилии возросли на 2076% по сравнению с 1928% годом ранее. В результате в декабре 1994 г. Банк Бразилии приступил к постепенному смягчению денежно-кредитной политики, снизив норматив обязательного резервирования по депозитам до востребования до 90% и по срочным депозитам до 27%.

Действия Банка Бразилии позволили избежать не только общеэкономического спада, но и значимого замедления динамики производства: рост ВВП замедлился до

4,2% в 1995 г. против с 5,9% в 1994 г. В то же время, что является наиболее значимым достижением «Real Plan», динамика потребительских замедлялась на протяжении четырех лет. Минимальные темпы роста потребительских цен были достигнуты в IV квартале 1998 г., когда товары и услуги подорожали на 1,8% к соответствующему периоду предыдущего года.

Неотъемлемым элементом «Real Plan», дополнившим комплекс мер по повышению бюджетной и финансовой устойчивости, стала активная либерализация внешнеторговых операций, стартовавшая в июле 1994 г. Ослабление тарифных барьеров привело к увеличению внешнеторговых операций и производительности труда, а также к укреплению бразильского реала и повышению его курсовой волатильности (таблица 8)

Таблица 8 – Макроэкономические последствия реализации «Real Plan»

	1991	1995
ВВП, темп прироста, в %	1,03	4,22
Инфляция, темп прироста, в %	432,8	66,0
Суммарная величина внешнеторговых операций, в млрд. долл.	50,1	93,9
Производительность труда, в %	-1,4	7,6
Дефицит бюджета расширенного правительства, % ВВП	-24,5	-6,4

Источники: Frunco Gustavo H.B. «The Real plan», Central Bank of Brazil, February 1996; Bevilaqua Afonso S., Garcia Mrcio G.P. «Debt management in Brazil: evaluation of the real plan and challenges ahead», 2002

В этих условиях Банком Бразилии было принято решение о введении валютного коридора, что способствовало снижению курсовой волатильности уже в 1995 г. до 4,6%. Однако растущий спекулятивный спрос на иностранную валюту спровоцировал не только укрепление доллара США относительно бразильского реала, но и сокращение валютных резервов. За 1996-1999 г. бразильский реал обесценился на 44,6% при снижении валютных резервов на 39%.

Наиболее существенно экономическая ситуация в Бразилии осложнилась в 1997-1998 гг., когда последствия азиатского кризиса и российского кризисов, спровоцировали стремительный рост процентных ставок на мировом финансовом рынке, ограничив доступность долгосрочных займов. В результате при среднегодовом снижении валютных резервов более чем на 14,5% в 1997-1998 гг.,

курс бразильского реала к доллару США обесценивался в среднем на 7% ежегодно (рисунок 15).

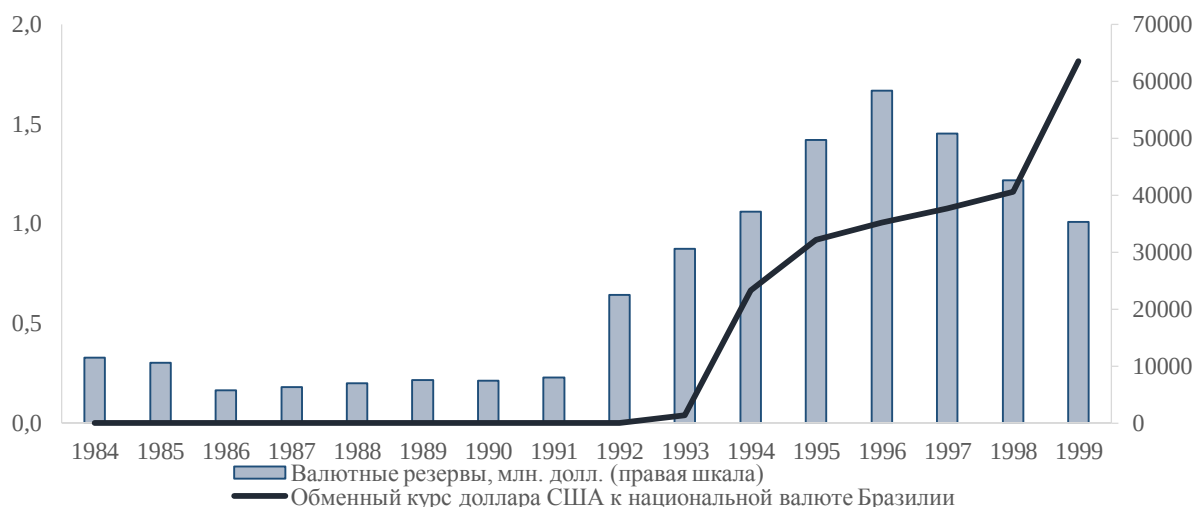


Рисунок 15 – Изменение валютных резервов и обменный курс доллара США.

Источник: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org

После нескольких месяцев безуспешных попыток предотвратить спекулятивную атаку на бразильский реал валютные резервы Банка Бразилии сократились более чем в два раза до 31,2 млрд долл. к концу марта 1999 г., а уже в январе 1999 г. было принято решение о переходе к плавающему валютному курсу, а уже во втором квартале и о введении режима инфляционного таргетирования.

Таким образом, как показывает практика, отказ от режима таргетирования обменного курса и переход к инфляционному таргетированию и более гибкому режиму курсообразования в Бразилии сопровождался чередой валютных кризисов, ускорением роста потребительских цен, а соответственно и укреплением реального обменного курса национальной валюты и ослаблением деловой активности. В современных условиях режим таргетирования обменного курса приемлем только для малых экономик, готовых отказаться от возможности реализации самостоятельной процентной политики.

2.3 Инфляционное таргетирование

Эволюция инфляционного таргетирования как режима денежно-кредитной политики, в рамках которого обеспечение ценовой стабильности если и не рассматривается в качестве единственной, то первоочередной цели центральных банков, началась в сентябре 1931 г., когда, отказавшись от следования требованиям Золотого стандарта, национальный банк Швеции (Рисксбанк) своей главной целью

объявил обеспечение стабильности уровня цен [55]. Таким образом, Швеция стала первой страной, поставившей во главу угла денежно-кредитной политики ценовую стабильность. Используя в качестве целевого ориентира уровень потребительских цен⁹, Риксбанк стремился к обеспечению долгосрочной ценовой стабильности. И хотя в качестве целевого количественного ориентира реализуемой политики центральный банк Швеции в 1930-х гг. использовал уровень цен, а не их динамику, как это делают современные центральные банки, таргетирующие инфляцию, реализованный подход правомерно рассматривать в качестве прототипа современного инфляционного таргетирования. Отметим, Риксбанк использовал достаточно широкий спектр ценовых индексов, уделяя особое внимание базовой инфляции, не учитывавшей такие факторы, как изменение косвенных налогов, пошлин и сезонные факторы. [56]. В целом, шведский опыт таргетирования стабильного уровня цен был достаточно успешным – экономический спад не был таким продолжительным, как в странах, в которых сохранялся золотой стандарт, и впоследствии рост достаточно быстро возобновился. К вынужденному отказу от такой политики привела ее подверженность длительным периодам дефляции в условиях снижения экономической активности.

Основные принципы и особенности таргетирования инфляции, применяемые центральными банками в современных условиях, были характерны для политики Риксбанка. Во-первых, его обязательства по обеспечению ценовой стабильности были утверждены законодательно. Во-вторых, что не свойственно для центральных банков первой половины XX в., Риксбанк проводил денежно-кредитную политику независимо от органов государственной власти, на регулярной основе предоставляя в Риксдаг только отчеты о проводимой политике и состоянии денежно-кредитной сферы. В-третьих, новшеством являлось и размещение центральным банком в открытом доступе отчетов и еженедельных данных о динамике потребительских цен. Однако наиболее важной характеристикой политики таргетирования уровня цен Риксбанком стал переход к свободно плавающему валютному курсу сразу после отказа от Золотого стандарта.

Согласно результатам исследований [57], [58] таргетирование инфляции является наиболее эффективным режимом денежно-кредитной политики в части снижения и ценовой волатильности, и волатильности выпуска. Однако, как показал

⁹ Подробнее см. раздел 1.2 «Стратегические цели центральных банков»

Свенсон [57], таргетирование уровня цен в сравнении с таргетированием динамики потребительских цен позволяет достичь наилучших результатов, как в части обеспечения ценовой стабильности, так и снижения волатильности инфляции. Вместе с тем, отметим, что в обоих случаях эффективность реализуемой денежно-кредитной политики в значительной степени зависит от степени доверия экономических агентов центральному банку [22].

В современном понимании инфляционное таргетирование, предполагающее таргетирование ценового индекса, в качестве самостоятельного режима денежно-кредитной политики появилось лишь в конце XX в. Согласно одному из первых определений, сформулированных в конце 1999 г. Б. Бернанке, инфляционное таргетирование подразумевает официальное публичное объявление монетарными властями количественного целевого ориентира (или целевого диапазона), в качестве которого, как правило, выступает динамика потребительских цен на год или на среднесрочную перспективу [59]. В практике центральных банков режим инфляционного таргетирования, предусматривавший достижение количественного ценового ориентира в качестве приоритетной цели реализуемой денежно-кредитной политики, впервые начал применяться в Новой Зеландии в 1990 г. Первоначально, т.е. в рамках инфляционного таргетирования в его традиционном понимании, обеспечение низкой динамики потребительских цен рассматривалось в качестве не только первостепенной, но и единственной цели денежно-кредитной политики [59]. В рамках данного подхода центральные банки не участвуют в процессе курсообразования, а обменные курсы национальных валют формируются под воздействием рыночных факторов в рамках свободно плавающего валютного курса [60], [61].

Практика таргетирования инфляции весьма существенно эволюционировала, что связано со значительным расширением перечня стран, принявших решение о внедрении данного режима, и особенностями развития мировой экономики. Речь идет, во-первых, об активных интеграционных процессах, сопровождающихся повышением тесноты торговых и финансовых взаимосвязей, и, во-вторых, о существенном замедлении темпов роста потребительских цен со второй половины 1990-х гг., прежде всего, в развивающихся странах. Теоретические и практические особенности таргетирования инфляции, в т.ч. в развивающихся странах, детально

представлены в экономической литературе, что позволяет оценить эффективность его реализации в различных макроэкономических условиях [60], [61], [62], [63].

В настоящее время режим инфляционного таргетирования применяется в 31 стране, в числе которых не только развитые, но и развивающиеся страны [64]. Однако инфляционного таргетирования в его традиционном понимании придерживаются только наиболее экономически развитые страны: Австралия, Канада, Чехия, Израиль, Япония, Норвегия, Польша, Швеция и Великобритания. В развивающихся странах режим инфляционного таргетирования активно применяться начал во второй половине 1990-х гг. Исключением является Чили, где центральный банк к режиму таргетирования инфляции преступил в III кв. 1990 г. Вместе с тем, отметим, что переходу большинства развивающихся стран к режиму инфляционного таргетирования предшествовала активная финансовая либерализация, череда валютных и банковских кризисов. Из числа развивающихся стран инфляционное таргетирование в традиционном понимании реализуется только в Чили и в Мексике.

Центральные банки развивающихся стран, экономики которых, как правило, отличаются высокой степенью долларизации, придерживаются гибких режимов таргетирования инфляции, уделяя больше внимания параметрам выпуска и обменного курса без установления каких-либо количественных ориентиров [64], [60], [61]. Это в свою очередь является одним из преимуществ таргетирования инфляции в развивающихся странах, поскольку ослабляет не только спекулятивные, но и политические риски, связанные с невыполнением обозначенных курсовых ориентиров. Помимо положительного эффекта, связанного с замедлением динамики потребительских цен, и снижением ее волатильности, а также волатильности выпуска на политических выгодах, связанных с переходом к инфляционному таргетированию, акцентируют внимание авторы исследования [65].

Гибкость методов таргетирования инфляции, учитывающая особенности развития не только национальной, но и мировой экономики, позволяет применять данный режим денежно-кредитной политики в значимо отличающихся по уровню экономического развития странах. В современных условиях режим инфляционного таргетирования применяется в Норвегии и Австралии, где ВВП на душу населения достигает 100818,5 долл. и 67458,4 долл. соответственно, а также в Гане и Индонезии, где ВВП на душу населения составляет 1858,2 долл. и 3475,3 долл. В силу своей гибкости режим инфляционного таргетирования применим и в крупных

экономиках, таких как: Япония, Великобритания, Бразилия, Канада и Мексика. Так, например, вклад ВВП Японии в производство мирового ВВП в текущих ценах оценивается в 8,2% мирового ВВП, Великобритании и Бразилии – в 3,6%, Канады и Мексики – соответственно в 2,5% и 1,6% соответственно (приложение 3). При этом, учитывая, что для всех стран, таргетирующих инфляцию, характерна как торговая, так и финансовая открытость. Именно для крупных стран в рамках гипотезы о «невозможной троице денежно-кредитной политики» критически важно значение имеет возможность проведения самостоятельной денежно-кредитной политики. В конечном счете, именно это стремление стало причиной перехода центральных банков развитых стран к использованию динамики потребительских цен в качестве номинального якоря реализуемой денежно-кредитной политики. В этой связи, большинство развивающихся стран, а также такие развитые страны, как Норвегия (страна-экспортер сырья), Великобритания, Швеция, Испания (в рамках ERM), а также Израиль, Исландия (малые, открытые экономики) к таргетированию инфляции приступили, отказавшись от практики таргетирования обменного курса. В этих странах переход к режиму инфляционного таргетирования в значительной степени был связан с невозможностью поддержания фиксированного обменного курса вследствие торговой и финансовой либерализации.

В странах с хорошо развитой финансовой системой переходу к инфляционному таргетированию предшествовал отказ от таргетирования монетарных показателей или от денежно-кредитной политики с множественными целевыми ориентирами без явного номинального якоря. В первом случае, речь идет, например, о Канаде, Корее, Чехии, Швейцарии, а во втором случае – об Австралии и Новой Зеландии. Так, например, в Австралии на момент перехода к инфляционному таргетированию в 1993 г. относительная величина внутреннего кредита, предоставленного финансовыми корпорациями институциональным секторам внутренней экономики, превышала 75% ВВП, в Новой Зеландии – 77,4% ВВП, в Канаде – 107,2% ВВП, в Корее – 61,5% ВВП (приложение 3).

Вместе с тем, учитывая, что режим инфляционного таргетирования применяется в странах, отличающихся друг от друга по ключевым макроэкономическим характеристикам количественные целевые ориентиры центральных банков, установленные на этапе внедрения, так и траектория их последующего изменения отличались весьма существенно. Тем не менее, в

современных условиях отчетливо прослеживается конвергенция целевых инфляционных ориентиров: для развитых стран – это среднегодовое изменение цен в узком диапазоне от 1-3%, для развивающихся диапазон гораздо шире – 2-7%. Так, например, целевым ориентиром центрального банка Перу с 2007 г. является рост потребительских цен на 2% с допустимым диапазоном +/- 1 п.п., тогда как Бразилии – 4,5% с диапазоном +/- 2,5 п.п. Большая маневренность центральных банков в рамках инфляционного таргетирования в развивающихся стран проявляется и в ширине допустимого диапазона отклонений фактической инфляции от целевого ориентира, который, например, в Южной Африке достигает 3 п.п. В развитых странах столь широкий целевой диапазон в 3 п.п. применялся, например, Банком Англии только на этапе внедрения инфляционного таргетирования в 1992-1995 гг. В современных условиях целевым для Банка Англии является среднегодовой рост потребительских цен на 2% (таблица 9), а в случае отклонения фактической инфляции от цели более чем на 1 п.п. глава Банка Англии представляет премьер-министру открытое письмо с объяснениями причин отклонения от целевых ориентиров. При этом отметим, что целевой ориентир в Великобритании устанавливается Правительством [66].

Таблица 9 – Эволюция количественных целевых ориентиров отдельных центральных банков

Развитые страны		Развивающиеся страны	
Израиль	1992 г. – 14-15% 1995 г. – 7-10% 1993 г. – 10% 2000 г. – 3-4% 1994 г. – 8% 2001 г. – 2,5-3,5% 1995 г. – 8-11% 2002 г. – 2-3% 1996 г. – 8-10% 2003 г. по наст. время – 1-3%	Чили	1991 г. – 18% 1997 – 5,5% 1992 г. – 15-20% 1998 г. – 4,5% 1993 г. – 10-12% 1999 г. – 4,3% 1994 г. – 9-11% 2000 г. – 3,5% 1995 г. – 8%; 2001-2006 гг. – 2-4% 1996 г. – 6,5%
Канада	дек. 1992 г. – 2-4%; июнь 1994 г. – 1,5-3,5% дек. 1995 по н.в. – 1-3%	Перу	с 2002 г. – 2,5% +/- 1 п.п. 2007 - 2015 г. – 2% +/- 1 п.п.
Австралия	с 1993 г. – по н. в. – 2-3%	Бразилия	1999 г. – 8% +/- 2 п.п. 2003 г. – 4% +/- 2,5 п.п. 2000 г. – 6% +/- 2 п.п. 2004 г. – 5,5% +/- 2,5 п.п. 2001 г. – 4% +/- 2 п.п. 2005-2016 гг. – 4,5% +/- 2,5 п.п. 2002 г. – 3% +/- 2 п.п. 2017 г. – 4,5% +/- 1,5 п.п.
Новая Зеландия	1990 г. – 3-5% 1993-1996 г. – 0-2% 1991 г. – 2,5-4,5% с дек. 1996 г. – 0-3% 1992 г. – 1,5-3,5% с сент. 2002 г. – 1-	Мексика	1995 г. – 19% 2000 г. – 10% 1996 г. – 10% 2001 г. – 6,5% 1997 г. – 15% 2002 г. – 4,5% 1998 – 12% 2003 г. – 3%

	3%		
Швеция	С 1995 г. – 2%+/- 1 п.п.	Южная Африка	с 2002 г.- по наст. время – 3-6%
Великобритания	1992-1995 гг. – 1-4% с 1996 г. – 2,5% с июня 2003 г. – по наст. время – 2%	Индонезия	2001 г. – 4-6% 2008 г.–5% +/- 1 п.п. 2002 г. – 9-10% 2009 г.–4,5% +/- 1 п.п. 2003 г. – 9%+/- 1 п.п. 2010-2011 гг.–5% +/- 1 п.п. 2004 г.–5,5% +/- 1 п.п. 2012-2014 гг.–4,5% +/- 1 п.п. 2005 г. – 6% +/- 1 п.п. 2015 г.–4% +/- 1 п.п. 2006 г. – 8% +/- 1 п.п. 2007 г.–6% +/- 1 п.п.

Источники: Schaechter A., Stone M. R., Zelmer M. «Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries», International Monetary Fund, Occasional Paper, 2000, официальные сайты центральных банков

Регулирование ширины целевого диапазона, как показывает, практика является одним из механизмов, обеспечивающих возможность применения инфляционного таргетирования не только в отличающихся друг от друга странах, но и в различных экономических условиях. Помимо этого в целях снижения рисков отклонения фактической инфляции от целевого значения вследствие реализации шока предложения (повышение цен на энергоносители, не урожай плодоовощной продукции) центральные банки в качестве промежуточных ориентиров используют показатели базовой инфляции, исключаящей цены на отдельные группы товаров, отличающиеся высокой волатильностью – различные продовольственные товары или цены на энергоносители. Существенное влияние на потребительские цены оказывают как изменения косвенных налогов, которые также могут не учитываться при расчете целевого ориентира денежно-кредитной политики, так и, например, различные природные катаклизмы. В последнем случае наиболее действенным механизмом, позволяющим избежать негативных последствий для реализуемой денежно-кредитной политики, является активная коммуникационная политика.

Существенные риски для внедрения инфляционного таргетирования сопряжены с особенностями бюджетной политики и степенью долларизации экономики [67]. В первом случае низкая фискальная дисциплина чревата снижением эффективности инфляционного таргетирования за счет наращивания бюджетных расходов и как следствие бюджетного дефицита. В свою очередь, чрезмерная долларизация способствует снижению эффективности инфляционного таргетирования, во-первых, за счет ослабления действенности трансмиссионного

механизма денежно-кредитной политики. Во-вторых, для экономик, в которых значительная доля финансовых активов или долговых обязательств номинирована в иностранной валюте, значительные риски сопряжены с растущей волатильностью и девальвацией национальной валюты. Наиболее актуальна эта проблема для развивающихся экономик, что объясняет приверженность их центральных банков гибким методам таргетирования инфляции [21]. В рамках такого подхода центральные банки сохраняют свое участие в процессе курсообразования, сглаживая курсовые колебания, не препятствуя фундаментально обоснованным тенденциям.

Тем не менее, режим инфляционного таргетирования подвергался критике за чрезмерную жесткость монетарных правил, используемых центральными банками и не позволяющую им адекватно реагировать на меняющиеся макроэкономические условия [68]. В современных условиях практика таргетирования инфляции свидетельствует о повышении гибкости методов реализации данного режима денежно-кредитной политики. Как следствие, если в первой половине 1990-х гг. таргетировали инфляцию в основном центральные банки развитых стран, исключение составляли только Чили, то в современных условиях он активно используется и в других развивающихся странах. Облегчает таргетирование инфляции в современных условиях и значимое замедление динамики потребительских цен, как в развитых, так и в развивающихся странах. Достигнув пика в 39,8% в 1993 г., среднегодовой рост потребительских цен в мировой экономике начал устойчиво замедляться. В результате в 2000 г. он составлял 4,9% к соответствующему периоду предыдущего года, в 2014 г. – 3,5% в аналогичном исчислении. При этом наиболее заметно в этот период среднегодовой рост потребительских цен замедлился именно в развивающихся странах. Так, если в 1992 г. он достигал 116,4%, в 2000 г. – 8,5%, то в 2014 г. – уже 5,1%. Помимо этого, отметим, что в основе принятия решений в рамках инфляционного таргетирования лежат прогнозные оценки изменения динамики потребительских цен и макроэкономических показателей, основанные на рациональных ожиданиях экономических агентов так называемый «forward-looking approach». Центральным банкам это позволяет реагировать только на перманентные шоки, избегая частой корректировки инструментов денежно-кредитной политики в ответ на временные шоки [69]. Наиболее подвержены их влиянию именно развивающиеся экономики, отличающиеся слабостью фискальных и финансовых институтов, менее развитой системой пруденциального регулирования и надзора, а соответственно и низкой

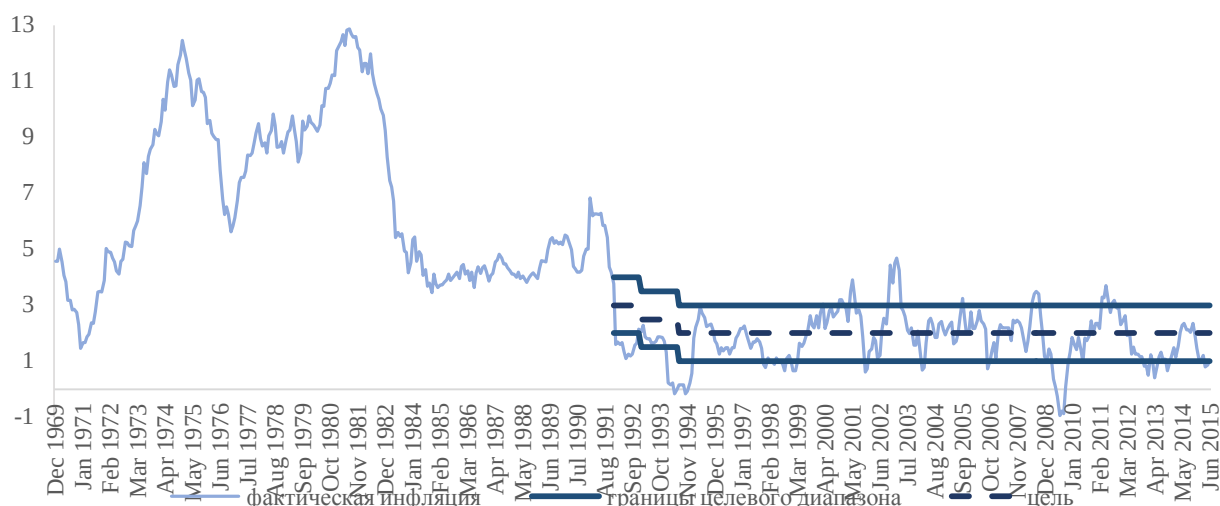
степенью доверия экономических агентов реализуемой экономической политике [70].

Гибкость и разнообразие механизмов таргетирования инфляции подтверждает опыт практического применения данного режима денежно-кредитной политики как в развитых, так и в развивающихся странах.

Так, например, специфика таргетирования инфляции в Канаде, относящейся к странам-экспортерам сырья, обусловлена высокой степенью зависимости экономики от ценовой конъюнктуры мировых сырьевых рынков. Имеющиеся в арсенале Банка Канады подходы позволяют, во-первых, корректировать целевой ориентир денежно-кредитной политики. Во-вторых, в зависимости от природы и силы воздействия внешних шоков, провоцирующих отклонение фактической динамики потребительских цен от целевого ориентира, Банк Канады имеет возможность корректировать и целевой горизонт, т.е. временной интервал, в течение которого должны быть достигнуты количественные инфляционные ориентиры. Как правило, Банк Канады затрачивает на это от 6 до 8 кварталов, не подвергая при этом экономику дополнительным рискам, спровоцированным избыточной волатильностью выпуска или инфляции. Более длительный временной горизонт может быть необходим, во-первых, при достаточно значимых и устойчивых последствиях внешних шоков, во-вторых, в случае реализации финансовых или кредитных шоков. В-третьих, потребность в расширении временного горизонта может возникнуть в процессе эволюции внешнего шока, затрагивающего межотраслевые взаимосвязи и провоцирующего системные риски. В этих условиях расширение временного горизонта, необходимого для возвращения фактической инфляции в целевой коридор, может позволить центральному банку избежать избыточной волатильности инфляции и выпуска, не подвергая ее дополнительным шоком.

Однако подобные механизмы используются Банком Канады только в редких случаях: за более чем двадцатилетний период применения инфляционного таргетирования Банк Канады девять раз принимал решение о расширении целевого горизонта. При этом, отметим, что целевые количественные ориентиры денежно-кредитной политики определяются Банком Канады совместно с Правительством [71].

Впервые возможностью скорректировать целевой горизонт Банк Канады воспользовался в 1993 г., объявив, что целевой 2%-ный рост потребительских цен будет достигнут только в 1998 г., а не в 1995 г., как планировалось при введении инфляционного таргетирования в 1991 г. В 1998 г. целевой горизонт был расширен до 2001 г., что, по мнению регулятора, было необходимо для адаптации экономических агентов к условиям функционирования в условиях низкой инфляции на всех стадиях экономического цикла [72] (рисунок 16).



Источники: «Summary of Key Monetary Policy Variables», Банк Канады, <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/>, International Monetary Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Рисунок 16 – Фактическая инфляция и целевые ориентиры Банка Канады

Преимущества таргетирования инфляции, обеспечивающие гибкость используемых Банком Канады подходов, проявились также и в период мирового финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. В конце апреля 2009 г. Банк Канады, снизив ключевую процентную ставку до 0,25% п.п., в рамках таргетирования инфляции приступил к реализации стимулирующей денежно-кредитной политики. В результате после замедления среднегодовой инфляции в 2009 г. до 0,3%, целевой ориентир был достигнут уже в 2010 г. при ускорении инфляции до 1,8%. В 2011 г. целевой горизонт был расширен до пяти лет, когда было принято решение об установлении целевого ориентира на 2016 г.

Гибкость используемых Банком Канады подходов таргетирования инфляции позволяет корректировать реализуемую регулятором денежно-кредитную политику с учетом текущих особенностей социально-экономического развития. При этом опыт

таргетирования инфляции Банком Канады свидетельствует об эффективности используемых подходов, во-первых, в части снижения не только темпов роста потребительских цен, но и волатильности и инфляции, и выпуска. Исключением стал период 2008-2015 гг., когда при снижении ценовой волатильности до 0,55% по сравнению с 1,17% в 1991-2007 гг. волатильность темпов роста ВВП возросла до 1,95% по сравнению с 1,81% соответственно (таблица 10).

Таблица 10 – Волатильность инфляции и выпуска, в %

	янв. 1981-март 1999	апр. 1999-июнь 2015	апр. 1999-дек. 2007	янв. 2008-июнь 2015
ИПЦ				
средний темп прироста за месяц, к соответствующему периоду предыдущего года	717,6	6,58	7,17	5,89
стандартное отклонение	1209,9	2,62	3,35	0,97
волатильность	168,6	39,8	46,8	16,5
ВВП				
средний темп прироста за квартал, к соответствующему периоду предыдущего года	2,2	3,1	3,3	2,9
стандартное отклонение	3,8	2,7	2,2	3,2
волатильность	171,9	86,7	65,4	113,6

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Во-вторых, за период с января 1992 г. по июнь 2015 г. фактическая динамика потребительских от целевого ориентира отклонялась в 82 случаях и только в 15 случаях более чем на 1 п.п., что составляет 29,1% и 5% от общего числа наблюдений (282 случая).

При этом, отметим, что непосредственно корректировку целевых ориентиров регулятор допускал только в случае изменения косвенных налогов, включаемых в потребительские цены. Однако, поскольку изменение косвенных налогов оказывает только временный эффект, по прошествии переходного периода задача Банка Канады сводилась к созданию условий для возвращения ценового тренда в целевую траекторию. При этом корректировка количественных значений целевых ориентиров допускалась только в рамках эффекта первого уровня. Более того, несмотря на использование в качестве конечной цели реализуемой Банком Канады денежно-кредитной политики сводного индекса потребительских цен, хорошо известного широкой общественности, в качестве операционного ориентира реализуемой денежно-кредитной политики регулятор использовал индекс потребительских цен,

не учитывающий наиболее волатильные цены на продукты и энергоносители. По мнению регулятора, изменение денежно-кредитной политики в ответ на характерные для этой группы товаров краткосрочные колебания оказывает негативное воздействие на параметры макроэкономического развития [73].

Таким образом, опыт таргетирования инфляции в Канаде подтверждает возможность реализации данного режима денежно-кредитной политики в т.ч. и в стране, специализирующейся на экспорте сырья. Гибкость механизмов таргетирования инфляции позволяет с учетом текущих и ожидаемых изменений макроэкономических условий регулировать не только целевые значения и диапазон допустимых отклонений фактических показателей от целевых, но и целевой горизонт планирования. Более того, как свидетельствует опыт Канады, использование в качестве промежуточных ориентиров не только показателей базовой инфляции, но и ценовых индексов, не учитывающих изменения косвенных налогов, позволяет избежать корректировки конечных целевых ориентиров, аргументировав экономическим агентам причины отклонения фактической инфляции.

В целях повышения вероятности достижения целевого ориентира и нивелирования последствий временных шоков широкий интервал допустимых отклонений фактической инфляции от целевых значений (± 2 п.п.) использует Банк Бразилии, приступивший к таргетированию инфляции в июле 1999 г. Широкий целевой диапазон, по мнению регулятора, позволяет учитывать также значимость эффекта переноса динамики обменного курса в цены товаров. Высокая степень неопределенности в отношении динамики потребительских цен также является обоснованием использования и широкого целевого горизонта, которых составляет 2,5 года.

В результате пересматривались целевые ориентиры Банком Бразилии только дважды. В 2003 г. целевой ориентир был повышен на 0,25 п.п. до 4%, допустив при этом возможность симметричного отклонения фактической инфляции от цели на 2,5 п.п. Целевой ориентир на 2004 г. был смещен вверх на 1,75 п.п. до 5,5%, что привело к повышению эффективности таргетирования инфляции, выражающейся в сокращении частоты и размаха отклонений фактической инфляции от целевых значений. В случае отклонения фактических темпов роста потребительских цен от целевых значений Банк Бразилии направляет министру финансов письмо с

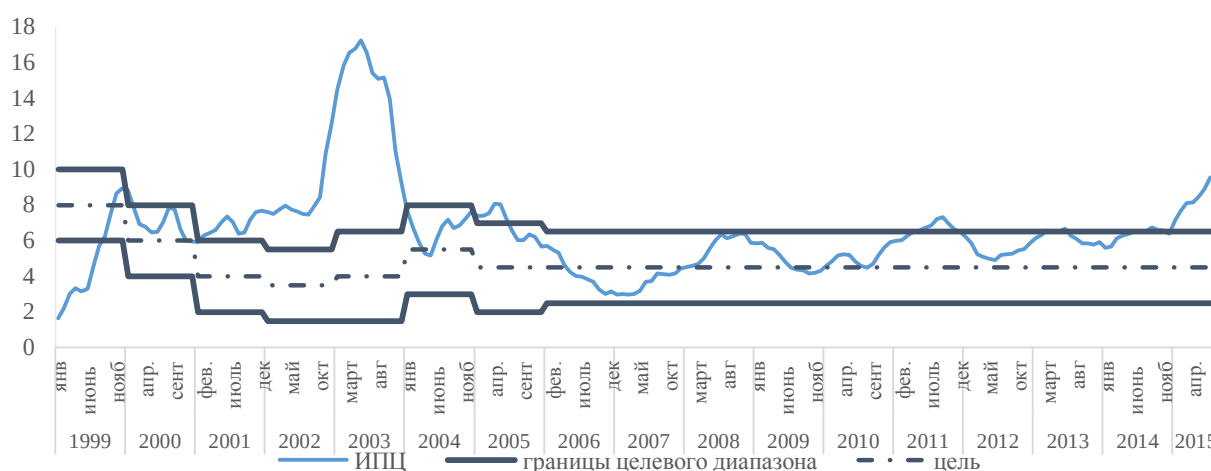
обоснованием причин и факторов, объясняющих отклонение от целевых параметров, установленных Советом по денежно-кредитной политике. При этом отметим, что предложенные главой Банка Бразилии целевые ориентиры согласовываются, а затем утверждаются Советом по денежно-кредитной политике, состоящим из глав Банка Бразилии, Министерства финансов и Министерства планирования, бюджета и управления.

В процессе перехода Банка Бразилии к инфляционному таргетированию существенные изменения претерпела практика реализации денежно-кредитной политики. Значимое влияние регулятор уделил повышению действенности процентных механизмов денежно-кредитной политики. При этом отметим, что первые ее зачатки появились в Бразилии за 2,5 года до введения инфляционного таргетирования в июне 1996 г., когда был сформирован Комитет по денежно-кредитной политике (COPOM), задача которого заключалась в определении уровня краткосрочной процентной ставки, ставшей индикатором направленности реализуемой денежно-кредитной политики. Помимо этого было принято решение о введении двух новых процентных ставок по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности, определявших границы процентного коридора. Ключевая процентная ставка центрального банка Selic rate беспрепятственно изменялась в рамках устанавливаемого центральным банком процентного коридора.

В подобном виде механизм установления процентных ставок просуществовал в Бразилии до 1999 г. Объявив сначала о переходе к свободно плавающему обменному курсу в январе 1999 г., в марте 1999 г. Банк Бразилии отказался от процентного коридора. С этого момента Комитет по денежно-кредитной политике приступил к объявлению целевого значения ключевой процентной ставки (Selic rate), достижение которого обеспечивалось путем реализации операций по предоставлению и абсорбированию ликвидности. В результате Selic rate стала основным инструментом центрального банка по достижению целевого инфляционного ориентира.

Опыт таргетирования инфляции в Бразилии подтверждает как гибкость используемых в рамках данного режима подходов, так и отсутствие обязательных требований к стартовым условиям, при которых центральный банк осуществляет переход к инфляционному таргетированию [67]. Так, в соответствии с проведенными Банком Бразилии исследованиями на этапе внедрения

инфляционного таргетирования, в 1999 г. изменение процентных ставок мгновенно сказывалось на курсовых параметрах, тогда как на инфляционных параметрах – с лагом в 6-9 месяцев. Однако, оценивая действие канала валютного курса, Банк Бразилии выявил мгновенный эффект, связанный с изменением цен на торгуемые товары, тогда как значимость кредитного канала трансмиссионного механизма проявилась только спустя два года после перехода к таргетированию инфляции [74]. Тем не менее за 16,5 лет Бразилии фактическая инфляция за пределы целевого коридора выходила в 72 случаях (36% общего числа наблюдений), в т.ч в 46 случаях (23% общего числа наблюдений) более чем на 1 п.п., с 2004 г. – только в 29 случаях (21%), а более чем на 1 п.п. – в 9 случаях (6%) (рисунок 17).



Источники: Банк Бразилии, <http://www.bcb.gov.br>, International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org

Рисунок 17 – Фактическая инфляция и целевые ориентиры Банка Бразилии

Наиболее значимый, выходящий за пределы целевых ориентиров, рост потребительских цен в Бразилии пришелся на 2014-2015 гг., что, по мнению Банка Бразилии, обусловлено влиянием не только внутренних, но и внешних факторов: повышением турбулентности на мировом финансовом рынке и ожидаемым повышением процентных ставок ФРС США, спровоцировавшим обесценение бразильского реала. Тем не менее, после введения инфляционного таргетирования средний темп прироста потребительских цен за месяц замедлился до 6,6% к соответствующему периоду предыдущего года, а в 2008-2015 гг. – до 5,9%. В период кризиса и посткризисного развития продолжилось и снижение волатильности динамики потребительских цен: в 2008-2015 гг. она составила 16,5%, тогда как

среднеквартальный темп прироста ВВП замедлился до 2,9% к соответствующему периоду предыдущего года, при увеличении его волатильности до 113,6%.

Тем не менее, даже с учетом последствий кризиса, после внедрения в 1999 г. в Бразилии инфляционного таргетирования последовало не только ускорение темпов ее экономического роста и замедление динамики потребительских цен, но и снижение волатильности этих индикаторов (таблица 11).

Таблица 11 – Волатильность инфляции и выпуска

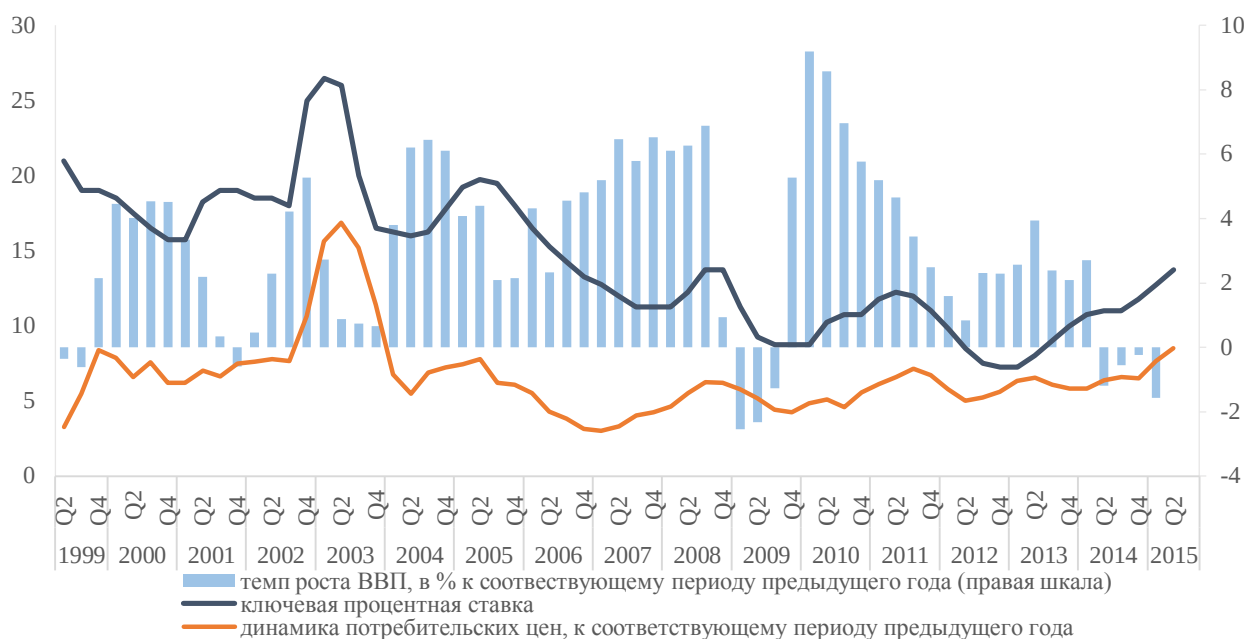
	янв. 1981-март 1999	апр. 1999-июнь 2015	апр.1999-дек. 2007	янв. 2008-июнь 2015
ИПЦ				
средний темп прироста за месяц, к соответствующему периоду предыдущего года	717,6	6,58	7,17	5,89
стандартное отклонение	1209,9	2,62	3,35	0,97
волатильность	168,6	39,8	46,8	16,5
ВВП				
средний темп прироста за квартал, к соответствующему периоду предыдущего года	2,2	3,1	3,3	2,9
стандартное отклонение	3,8	2,7	2,2	3,2
волатильность	171,9	86,7	65,4	113,6

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Вместе с тем, отметим, что Банк Бразилии придерживался инфляционного таргетирования в его традиционном понимании, при котором процентная ставка изменяется только при отклонении фактической инфляции от целевого значения, тогда как обменный курс формируется в рамках свободно плавающего валютного курса, а решения об изменении процентных ставок принимаются на основе анализа динамики потребительских цен. И хотя в 2009 г. реализуемый в Бразилии режим курсообразования был переклассифицирован из категории «свободно плавающий» в категорию «плавающий» в связи с изменением методологии классификации¹⁰, использование Банком Бразилии с 2009 г. различных форм контроля за валютными

¹⁰ В соответствии с используемой МВФ до 2009 г. классификацией, режимы валютных курсов включали: режим валютного курса без самостоятельного законного средства платежа, режим валютного управления, прочие традиционные режимы фиксированного курса, фиксированный курс в рамках горизонтального коридора, фиксированный курс с «плавающей привязкой», фиксированный курс в рамках плавающего коридора, управляемое плавание без определения траектории изменения валютного курса, независимое плавание.

операциями и за движением капитала [75] свидетельствует о его воздействии, хотя и косвенном, на процесс курсообразования. Тем не менее, решения Банка Бразилии об изменении процентных ставок принимаются на основе анализа динамики потребительских цен, что не противоречит принципам таргетирования инфляции. Подтверждает это и повышение ключевой процентной ставки Банком Бразилии в 2014-2015 гг. в ответ на усиление инфляционного давления, даже несмотря на падение объемов производства (рисунок 18).



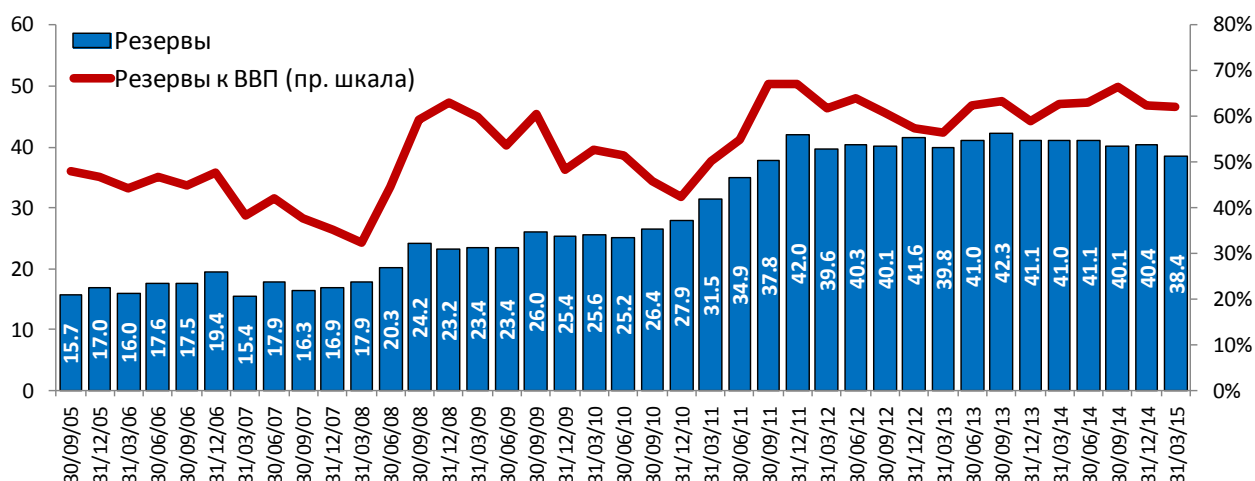
Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org

Рисунок 18 – Темпы экономического роста, потребительских цен и изменение ключевой процентной ставки в Бразилии в период таргетирования инфляции.

Опыт таргетирования инфляции в Бразилии является примером реализации в развивающихся странах таргетирования инфляции, при котором процентная ставка изменяется только в ответ на изменение динамики потребительских цен. И хотя такая практика позволила Банку Бразилии поддержать относительно низкие по меркам развивающихся стран темпы роста потребительских цен (в 1999-2015 гг. – 6,6%, в т.ч. 1999-2007 гг. – 7,2% и в 2008-2015 гг. -5,9%) при снижении волатильности не только инфляции, но и выпуска, жесткая приверженность традиционным принципам может ограничивать маневренность регулятора при формировании в краткосрочном периоде противоречий между целями центрального банка по достижению целевых инфляционных ориентиров и задачами по

стимулированию экономического роста. Более того опыт Бразилии свидетельствует, что использование ограничений на движение капитала не противоречит принципам таргетирования инфляции.

Схожие выводы позволяет сформулировать опыт таргетирования инфляции центральным банком Чили, в задачи которого входит также и накопление валютных резервов для повышения устойчивости внутренней экономики к внешним шокам (рисунок 19).



Источники: Bloomberg, расчеты авторов.

Рисунок 19– Валютные резервы Чили

После мирового финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. существенное внимание центральный банк Чили стал уделять финансовой стабильности, которая, по мнению регулятора, должна рассматриваться в качестве одной из целей денежно-кредитной политики. Однако переход к ней должен сопровождаться выполнением нескольких условий:

- для реализации этой цели нужны специальные инструменты, которые не являются одновременно инструментами монетарной политики;
- у центрального банка должна быть возможность принудительного «сдувания пузырей» на рынках активов;
- центральный банк должен использовать свой баланс для влияния на финансовые рынки, но должен иметь стратегию выхода.

При этом отметим, что центральный банк Чили придерживается инфляционного таргетирования в его традиционном понимании, в рамках которого обменный курс национальной валюты является свободно плавающим. Аналогичный подход применяется и центральным банком Мексики, объявившим о переходе к

инфляционному таргетированию в 1999 г., получив полную независимость (и по целям, и операционную) [76], [77], [78]. Вместе с тем, отметим, что отдельные элементы инфляционного таргетирования Банк Мексики использует с 1995 г., когда был установлен первый целевой ориентир изменения потребительских цен (таблица 9). При этом если после внедрения инфляционного таргетирования целевым для Банка Мексики являлся рост потребительских цен на 13%, тогда как с 2003 г. – только на 3% с допустимым симметричным отклонением ± 1 п.п., в то время как для Банка Чили – 2-4%, что подтверждает вывод о конвергенции целевых инфляционных показателей не только в развитых, но и в развивающихся странах.

Таким образом, исследование эволюции и практических результатов таргетирования инфляции, применяемого в значимо отличающихся друг от друга странах по ключевым макроэкономическим показателям, подтверждает не только отсутствие обязательных требований к стартовым условиям, при котором центральный банк осуществляет переход к инфляционному таргетированию, но и дальнейшую конвергенцию целевых инфляционных показателей.

2.4 Другие режимы денежно-кредитной политики

Переход центральных банков к использованию явных номинальных якорей или иными словами установлению количественных промежуточных целевых ориентиров, реализуемой денежно-кредитной политики, стартовал в 1970-х гг.¹¹ Однако наибольшую популярность данный подход приобрел в 1990-х гг. [79]. В качестве одного из преимуществ такого подхода называют возможность разграничения сферы ответственности и полномочий правительства и центрального банка. При этом в мировой практике не существует унифицированного для всех центральных банков подходов выбора целей и задач. И если в отдельных случаях целевой ориентир формулируется правительством, а центральный банк наделяется операционной независимостью, как, например, в Великобритании, то в других случаях целевые ориентиры могут устанавливаться центральным банком самостоятельно (Чили, Швеция), или по согласованию с правительством (Новая Зеландия, Мексика, Австралия). Традиционно роль правительства в реализации

¹¹ Подробнее см. раздел 2.1 «Экономический рост в системе целеполагания монетарных властей»

денежно-кредитной политики наиболее высока в случае таргетирования центральным банком обменного курса.

На современном этапе экономического развития отказ центральных банков от установления количественных целей реализуемой денежно-кредитной политики, как в случае с ФРС США и ЕЦБ, трактуется как элемент независимости монетарных властей от органов государственной власти. Отсутствие приоритетов и множественность целей реализуемой денежно-кредитной политики определяет гибкость и расширяет маневренность монетарных властей.

В современных условиях денежно-кредитная политика без явного номинального якоря реализуется в трех категориях стран (приложение 4). Во-первых, это развивающиеся малые экономики: Пакистан, Мавритания, Монголия, Малайзия. Цели денежно-кредитной политики центральных банков этой группы стран заключаются не только в обеспечении стабильности цен (Пакистан, Замбия) и национальной валюты, но и в достижении целевых темпов экономического роста (Пакистан) или в поддержании устойчивого и сбалансированного развития экономики (Маврикий, Монголия).

Во-вторых, это крупные развивающиеся страны, такие как: Россия и Индия. И если в России, согласно Конституции РФ, цель центрального банка заключается в защите и обеспечении устойчивости рубля, тогда как ценовая стабильность трактуется как условие ее достижения [80], то мандат Резервного банка Индии состоит в поддержании золотовалютных резервов на уровне, обеспечивающем стабильность денежно-кредитной системы, а также устойчивость валютной и кредитной систем.

В-третьих, это наиболее крупные центральные банки, какими являются ФРС США и ЕЦБ. В отличие от ФРС США, деятельность которой, как это упоминалось ранее, нацелена на максимизацию занятости, достижение ценовой стабильности и поддержание умеренных долгосрочных процентных ставок, первоочередная цель ЕЦБ заключается в обеспечении ценовой стабильности. Однако, мандат ЕЦБ включает также «содействие целям развития интеграционного объединения», в числе которых «устойчивый и неинфляционный экономический рост» и «высокая занятость» [81]. И хотя ЕЦБ придерживается и свободно плавающего режима курсовой политики, помимо цели по достижению ценовой стабильности задачей ЕЦБ является проведение экономической политики, обеспечивающей достижение полной занятости и сбалансированных темпов экономического роста (приложение

4). Именно этот факт не позволяет отнести ЕЦБ к центральным банкам, таргетирующим инфляцию, даже несмотря на то, что его мандат свидетельствует о приоритетности цели по достижению ценовой стабильности.

Один из основных недостатков проведения денежно-кредитной политики с множественными целями, т.е. без номинального якоря, связан с ее низкой транспарентностью, а соответственно и отсутствием доверия экономических агентов действиям монетарных властей, что ограничивает возможности центрального банка по управлению инфляционными ожиданиями экономических агентов. Исключением являются ФРС США и ЕЦБ, степень доверия к экономической политике которых определяется в т.ч. весом и значимостью этих стран в производстве мирового ВВП. Существенное значение имеет также тот факт, что центральные банки этих стран эмитируют резервные валюты, курсовые колебания которых отличаются контрциклическостью. И хотя спрос на них формируется под влиянием объективных факторов, в числе которых, как это упоминалось ранее, вклад производства этих стран в мировой ВВП, в кризисные периоды возрастает спрос на наиболее надежные финансовые активы, которыми и являются резервные валюты и, прежде всего, доллар США и евро. Связано это с так называемым «бегством капитала в качество», провоцирующим отток финансовых ресурсов из экономик развивающихся стран в более надежные, развитые экономики. При этом, отметим, что денежно-кредитная политика с множественными целями без явного номинального якоря применялась также в Японии, Турции, Новой Зеландии.

Отличительная особенность реализации денежно-кредитной политики с множественными целями наиболее крупными центральными банками с так называемым «двойным» мандатом заключается в использовании количественного не среднесрочного, а долгосрочного целевого ориентира. В качестве таких индикаторов, как в случае ФРС США и ЕЦБ, может использоваться долгосрочная ценовая динамика.

В феврале 2015 г. примеру ФРС США и ЕЦБ последовал и Резервный банк Индии, по согласованию с Правительством, установивший количественные среднесрочные цели реализуемой денежно-кредитной политики. Так, к концу 2015 г. рост потребительских цен в Индии не должен превышать 6%, в 2016-2017 финансовом году – 4% с допустимым симметричным отклонением на 2 п.п. [82]. Вместе с тем, отметим, что Резервный банк Индии реализует денежно-кредитную политику с множественными целями с апреля 1988 г., когда был утвержден

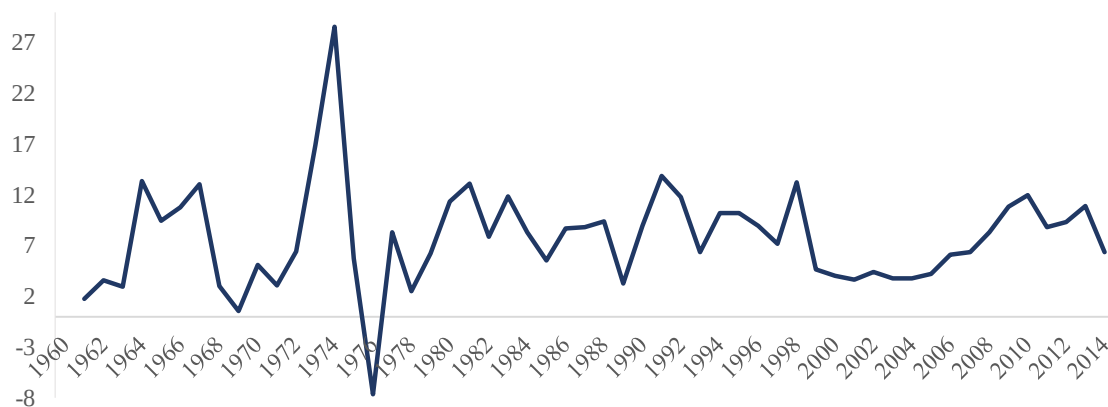
«двойной» мандат, в соответствии с которыми задачи регулятора заключаются в поддержании [83]:

1. стабильного инфляционного фона (ценовой стабильности);
2. ликвидности на уровне, необходимом для поддержания экономического роста;
3. устойчивости валютного рынка, под которой понимается предотвращение чрезмерной волатильности обменного курса индийской рупии;
4. стабильных процентных ставок.

Аргументируя свой отказ от внедрения инфляционного таргетирования, Резервный банк Индии акцентирует внимание, во-первых, на значимом бюджетном дефиците, необходимость финансирования которого определяет доминирующее положение бюджетной политики в системе государственного регулирования экономики [84]. Во-вторых, достижение ценовой стабильности, по мнению регулятора, не является достаточным условием для достижения финансовой стабильности. Помимо этого, нецелесообразность перехода к инфляционному таргетированию в качестве альтернативы реализации денежно-кредитной политики с множественными целями Резервный банк Индии связывает [84]:

1. со значительной ролью структурных факторов и шоков предложения, формирующихся как в рамках национальной, так и мировой экономик, находящихся вне его компетенции;
2. со слабо развитыми финансовыми рынками, ограничивающими действенность процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики;
3. с отсутствием высокочастотных данных о динамике потребительских цен и факторов ее определяющих;
4. с высокой волатильностью международных капитальных потоков, высокой долей номинированного в иностранной валюте внешнего долга.

В этой связи, по мнению Резервного банка Индии, обеспечение ценовой стабильности может рассматриваться только в качестве ключевой, но не единственной задачи центрального банка [85]. При этом, отметим, что индийская экономика не сталкивалась с проблемой гиперинфляции: темп прироста потребительских цен в 1960-2014 гг. не превышали в среднем 7,6%. Максимум был достигнут в 1973-1974 гг., когда инфляция ускорилась до 16,9% и 28,6% соответственно (рисунок 20).



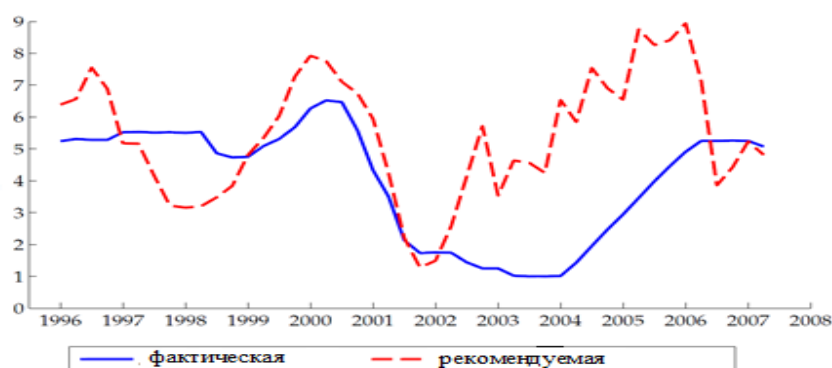
Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org

Рисунок 20 – Индия: среднегодовая динамика потребительских цен, в %

В то же время в Индии активно используются различные методы контроля за движением капитала, что позволяет центральному банку придерживаться плавающего валютного курса. Согласно действовавшей классификации МВФ, де-факто Резервный банк Индии в 1996 г. осуществил переход к свободно плавающему курсу спустя три года после отказа от его плавающей привязки. Тем не менее, низкая курсовая волатильность, характерная для индийской рупии в 1993-1999 гг., а также увеличение объема и частоты валютных интервенций говорят в пользу того, что до 1999 г. регулятор сохранял свое присутствие на внутреннем валютном рынке, регулируя движение обменного курса [86]. Таким образом, правомерно считать, что обменный курс индийской рупии формируется в рамках плавающего валютного курса только с 2000 г. Вместе с тем, по данным МВФ, в Индии сохраняется контроль за движением капитала, и в 2014 использовались: требования о репатриации и обязательной продаже валютной выручки, ограничение на все виды финансовых операций, операций на денежном рынке и рынке ценных бумаг, деятельность международных институциональных инвесторов, а также специальные резервные требования в отношении вкладов и депозитов, привлеченных банками в иностранной валюте.

Значимые негативные последствия реализации денежно-кредитной политики с множественными целями сопряжены с высокими макроэкономическими рисками, порождаемыми неопределенностью в отношении действий монетарных властей. Подтверждает это и опыт ФРС США, даже несмотря на ее роль как эмитента основной резервной валюты. Так, в качестве одной из причин, спровоцировавших кризис 2008-2009 гг., называют чрезмерно мягкую денежно-кредитную политику

ФРС США, проводимую с 2002 г. В рамках денежно-кредитной политики с множественными целями ФРС США, сохраняя процентную ставку на низком уровне, акцентировал внимание на повышении занятости и стимулировании экономического роста, способствуя тем самым формированию «пузыря» на рынке недвижимости. Более того, подтверждает это, и тот факт, что в 2002 г. уровень фактической процентной ставки по федеральным фондам, устанавливаемой ФРС существенно отклонился от рекомендуемой в рамках правила Тейлора¹² [87]. Ранее подобная ситуация наблюдалась осенью 1998 г., однако в 2000-х гг. разрыв между фактической и рекомендуемой процентными ставками достиг максимума с 1970-х гг. (рисунок 21).

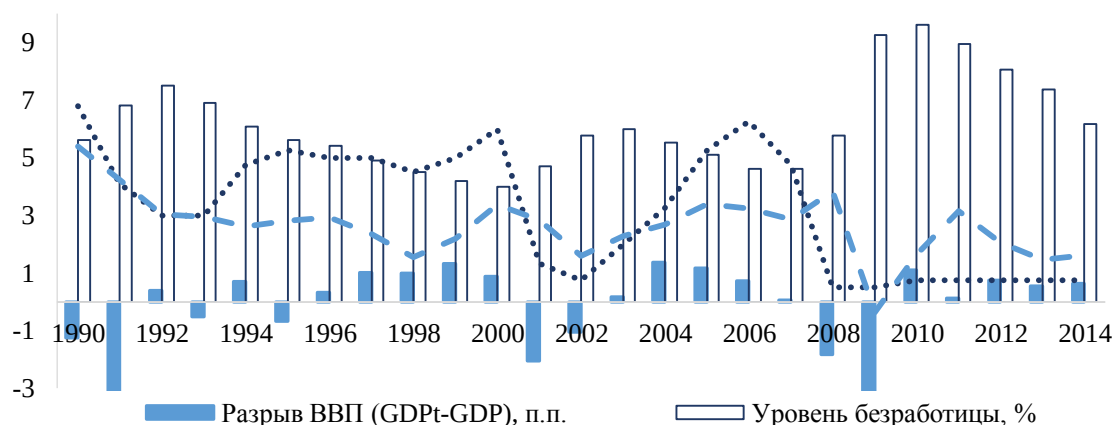


Источник: Cesa-Bianchi A., Rebucci A. «Does easing monetary policy increase financial instability?», International Monetary Fund, WP/15/139, 2015

Рисунок 21 – Фактическая и рекомендуемая правилом Тейлора ставка ФРС США, % годовых

Значимому повышению процентных ставок ФРС США в начале 2000-х гг., как того требовало правило Тейлора, предполагающее приоритетность цели по достижению целевых темпов роста потребительских цен, препятствовал сохранявшийся в США отрицательный разрыв выпуска, т.е. отклонение фактических от потенциальных темпов ВВП. Его максимальная отрицательная величина в 2,1 п.п. была достигнута в 2001 г., положительная величина в 0,2 п.п. сформировалась только в 2003 г. (рисунок 22).

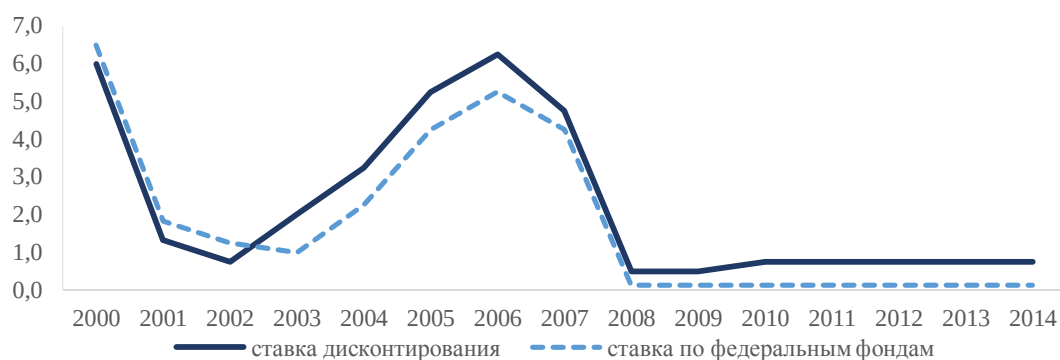
¹² В рамках данного подхода рекомендуемая процентная ставка рассчитывается по формуле: $i_t = r_t + \pi_t + 1,5 * (\pi_t - \pi) + 0,5 * (y_t - y_t^*)$, где r_t - долгосрочная реальная процентная ставка по федеральным фондам (2%), π_t - фактическая динамика потребительских цен, π - целевая инфляция (2%), y_t - фактический рост ВВП, y_t^* - потенциальный рост ВВП



Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов.

Рисунок 22 – Макроэкономические условия выбора целей денежно-кредитной политики ФРС США в 1990-2014 гг.

В результате если повышение ставки дисконтирования последовало уже в 2003 г., то ставки по федеральным фондам – только в 2004 г., что привело к изменению соотношения процентных ставок ФРС США. С этого момента ставка дисконтирования превышает уровень ставки по федеральным фондам, а ФРС США на практике становится кредитором последней инстанции (рисунок 23).



Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org

Рисунок 23 – Ключевые ставки ФРС США, % годовых

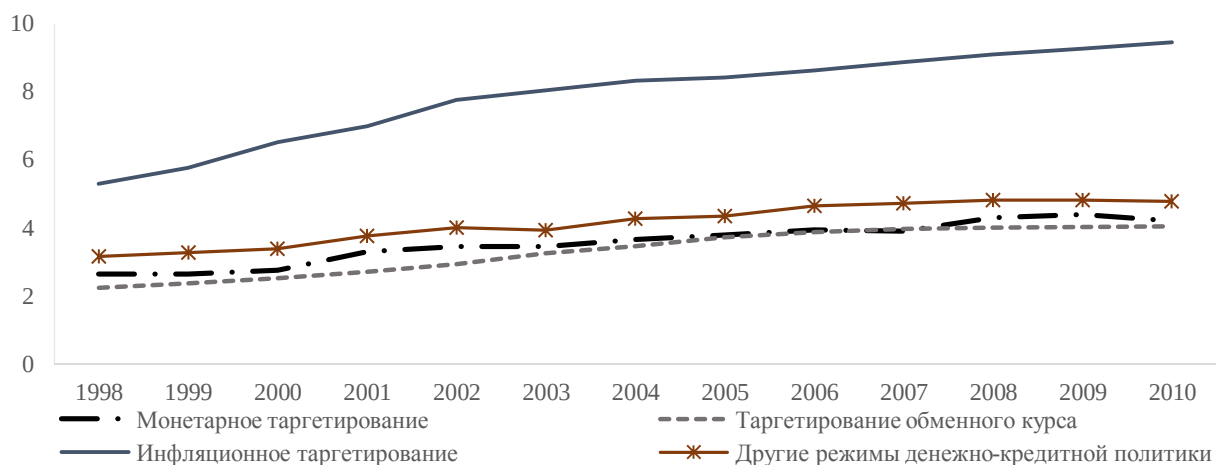
Для снижения неопределенности и сопряженных с этим рисков ФРС США акцентирует свое внимание на транспарентности реализуемой денежно-кредитной политики. Эта тенденция стала характерна в конце 1990-х гг. для центральных банков, придерживающихся и иных режимов денежно-кредитной политики. Особое значение данный круг вопросов приобрел после получения независимости

центральными банками. И если, финансируя потребности органов государственной власти центральные банки стремились закрыть информацию об объемах и условиях финансовых операций, то, став кредитором последней инстанции, центральные банки приступили к публикации отчетов и прогнозов состояния денежно-кредитной системы, протоколов заседаний комитетов по денежно-кредитной политике, повышая тем самым открытость своей деятельности [88]. К числу факторов, обусловивших необходимость повышения открытости деятельности центральных банков, следует отнести:

1. объявление количественных целей реализуемой денежно-кредитной политики (*explicit target*), путей и механизмов их достижения, причин отклонения фактической динамики потребительских цен от заданной траектории;
2. демократизацию общества, сопровождавшуюся повышением открытости и подотчетности органов власти;
3. получение операционной или инструментальной независимости центральными банками, а соответственно необходимостью согласования стратегических целей экономической политики;
4. расширение мандата центральных банков, полномочия которых в современных условиях включают помимо достижения количественных целевых ориентиров изменения динамики цен или обменного курса, которые достаточно легко контролируются, обеспечение доступности кредитных ресурсов или поддержание устойчивости финансового рынка;
5. расширение спектра осуществляемых центральными банками финансовых операций, включая операции с ценными бумагами помимо государственных облигаций и нестандартные меры денежно-кредитной политики [1].

В результате индикатор прозрачности деятельности центральных банков, включающий оценку политической, экономической, процессуальной и политической независимости, свидетельствует о значимом повышении открытости проводимой политики с 2000 г. [88]. Сравнительный анализ степеней открытости центральных банков в разрезе реализуемых режимов денежно-кредитной политики позволяет заключить, что наиболее высока степень открытости центральных банков, таргетирующих инфляцию (рисунок 24). Так, например, открытость Резервного банка Новой Зеландии оценивается в 14 п. и Банк Англии – в 12 п. В то же время

степень открытости ФРС США и ЕЦБ, реализующих денежно-кредитную политику с множественными целями, в 2010 г. достигала 11 п.



Источники: Dincer N. N., Eichengreen B. «Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures», International Journal of Central Banking March 2014; Geraats P.M. «Trends in monetary policy transparency», Working Paper №2584, University of Cambridge, March 2009, расчеты авторов

Рисунок 24 – Индикатор открытости центральных банков, придерживающихся различных режимов денежно-кредитной политики

Отметим, также, что в посткризисный период, снижая прозрачность реализуемой денежно-кредитной политики, центральные банки не только предотвращают избыточную панику на рынках [89], но и подают сигнал экономическим агентам о нарастающих в экономике рисках и необходимости проявления большей осторожности [90]. В подобных условиях публикация избыточной информации может способствовать усилению рисков и оттока капитала, провоцируя снижение сберегательной активности экономических агентов. Наиболее существенно в посткризисный период снизилась прозрачность центральных банков, таргетирующих монетарные показатели. В результате их средняя открытость в 2010 г. достигла уровня центральных банков, таргетирующих курсовые показатели, традиционно являющихся наиболее закрытыми. В то же время открытость центральных банков, реализующих денежно-кредитную политику с множественными целями, в 2010 г. оценивалась в 4,8 п. Однако, столь высокое для этой группы значение было достигнуто, благодаря исключительно высокому уровню открытости ФРС США и ЕЦБ, без учета которых средний индикатор открытости этой группы центральных банков лишь незначительно превышал 3,6 п. Для

сравнения в группе центральных банков, таргетирующих инфляцию, в 2010 г. он оценивался в 9,4 п., а в странах, таргетирующих обменный курс – в 4,1 п. (рисунок 24).

Более того в условиях высокой турбулентности на мировых финансовых рынках ФРС США продолжила реализацию мер, ориентированных на повышение открытости и прозрачности реализуемой денежно-кредитной политики. Так, например, после снижения ключевой процентной ставки до нулевого уровня возросла необходимость открытой публикации прогнозов регулятора относительно перспектив не только развития американской экономики, но и изменения краткосрочных процентных ставок¹³. Повышение открытости денежно-кредитной политики в этих условиях позволяет воздействовать не только на колебания долгосрочных процентных ставок, но и на ожидания экономических агентов, а соответственно на их потребительские и инвестиционные предпочтения.

Таким образом, открытость денежно-кредитной политики как и в целом деятельности центральных банков, обеспечивая им возможность воздействовать на инфляционные и в целом экономические ожидания экономических агентов, является одним из значимых элементов в эффективности реализации денежно-кредитной политики.

¹³ Тем не менее, отметим, что решение о публикации ожиданий членов Совета управляющих и президентов Резервных банков относительно уровня ключевой процентной ставки, и ожидаемого изменения инвестиционного портфеля ФРС США было принято было уже после того как подобная мера была реализована монетарными Новой Зеландии, Норвегии, Швеции [88], [149].

3 Цели и задачи денежно-кредитной политики Банка России

Активная трансформация денежно-кредитной политики, как и всей системы государственного регулирования российской экономики, последовала в начале 1990-х гг. после отказа от планово-централизованной системы хозяйствования. Ключевые направления эволюции целей и задач центрального банка России определялись изменением системы взаимоотношений, прежде всего, с сектором государственного управления и кредитными организациями. Однако решающее значение оказало повышение как устойчивости российской экономики, так и последовательное ослабление ограничений, связанных с движением транснационального капитала, сопровождавшее повышение ее финансовой открытости. Как следствие, по мере преодоления последствий общеэкономического спада начала 1990-х гг., эволюция денежно-кредитной политики сопровождалась последовательным повышением роли и значимости не только банковской системы в процессе финансирования потребительской и инвестиционной деятельности экономических агентов, но и замедлением динамики потребительских цен. Особенности, условия и этапы эволюции как денежно-кредитной политики, так и всей системы хозяйствования подробно рассмотрены в исследованиях [91], [92].

В рамках исследования трансформации целей и задач центрального банка России на современном этапе экономического развития пристального внимания заслуживают объективные условия, позволившие регулятору в рамках реализации денежно-кредитной политики акцентировать внимание на ослаблении инфляционного давления. В качестве наиболее значимых с точки зрения выбора целей и задач центрального банка России правомерно выделить:

1. Законодательное запрещение эмиссионного финансирования дефицита государственного бюджета в 1994 г. С этого момента источником финансирования бюджетного дефицита служили финансовые ресурсы, привлеченные как на внутреннем, так и на внешнем рынках путем выпуска государственных краткосрочных облигаций.
2. Последовательное повышение финансовой открытости российской экономики, а затем и введение полной конвертируемости российского рубля не только по текущим, но и по капитальным операциям [93], в результате чего

основным реципиентом финансовых ресурсов становится не сектор государственного управления, а корпоративный сектор.

3. Повышение цен на сырьевые товары, составляющие основу российского экспорта, способствовавшее увеличению сальдо торгового баланса платежного баланса России с 16,4 млрд долл. в 1998 г. до 177,6 млрд долл. в предкризисном 2008 г. и формированию профицита бюджета, что, в конечном счете, облегчило преодоление последствий общеэкономического спада 1990-х гг., обусловив ускорение экономического роста.

Следуя классификации МВФ, де-факто Банк России на всем протяжении 1990-2000-х гг. придерживался денежно-кредитной политики с множественными целями. Однако, учитывая не только падение производства, но и роль Банка России как основного кредитора правительства в 1990-х гг. в задачи центрального банка входили преодоление последствий экономического спада, создание условий, обеспечивающих экономический рост, а затем и поддержание его позитивной динамики. Вместе с тем регулятор регулярно устанавливал и целевые ориентиры замедления динамики потребительских цен, что рассматривалось регулятором в качестве механизма, обеспечивающего стабильность покупательной способности российского рубля. Номинальными якорями реализуемой денежно-кредитной политики в 1990-х гг. выступала динамика денежной массы в национальном определении и обменного курса национальной валюты.

Замедление инфляции в качестве одной из целей реализуемой денежно-кредитной политики Банк России начинает рассматривать с 1999 г., тогда как обменный курс российского рубля с этого момента, в соответствии с действующей классификацией МВФ, де-факто уже формировался в рамках управляемого плавающего валютного курса. Отметим, что в соответствии с ранее действовавшей классификацией режимов курсовой политики он относился к категории «свободно плавающий валютный курс». Тем не менее, с учетом последствий глубокого общеэкономического спада и снижения ВВП в 1998 г. на 5,3%, в 1999 г. цели центрального банка заключались в «сдерживании роста инфляции при ограничении спада в экономике» [94]. Для их достижения в задачи центрального банка России входило создание условий, способствующих:

1. преодолению экономических и социальных последствий кризиса;
2. ограничению темпов инфляции;

3. созданию условий для предотвращения снижения производства;
4. смягчению социальных проблем, связанных со снижением уровня жизни населения.

В результате, только начиная с 2001 г., при формировании устойчивых позитивных тенденций в российской экономике, опирающихся на увеличение расходов на конечное потребление и валового накопления (таблица 12), главной целью денежно-кредитной политики Банка России становится «последовательное снижение инфляции». При этом стимулирование и поддержание экономического роста выходит за пределы компетенции центрального банка России [95], [96].

Таблица 12 – Динамика элементов использования ВВП, в %

	1998	2000	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Валовой внутренний продукт	-5,3	10,0	8,5	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6
расходы на конечное потребление	-2,1	5,6	11,2	-3,9	3,5	5,3	6,4	3,9	0,9
валовое накопление	-45,2	75,2	22,0	-41,0	28,5	21,0	3,1	-7,1	-7,3
в т.ч. основного капитала	-12,4	18,1	21,0	-14,4	5,9	9,1	6,7	0,9	-2,0
экспорт	1,9	9,5	6,3	-4,7	7,0	0,3	1,1	4,6	-0,1
импорт (-)	-17,4	32,4	26,2	-30,4	25,8	20,3	8,7	3,8	-7,9

Источник: Росстат, www.gks.ru

При этом темпы роста денежной массы в национальном определении (M2) в качестве промежуточного ориентира денежно-кредитной политики Банк России использовал вплоть до 2003 г., хотя уже в «Основных направлениях... на 2002 год» было отмечено отсутствие «тесной корреляции динамики показателя M2 и инфляции»¹⁴.

Впервые о необходимости перехода к инфляционному таргетированию, Банк России официально объявил в 2003 г., говоря о целях и задачах денежно-кредитной политики на 2004 г. [97]. Однако, в условиях нарастающего притока валютно-финансовых средств из-за рубежа (таблица 13), когда чистые поступления валютно-финансовых средств (без учета резервных активов) составляли 1,1 млрд. долл. (0,2% ВВП), то в 2007 г. – уже 97,1 млрд. долл. (97,1% ВВП), де-факто в качестве одной из целей Банка России являлось поддержание устойчивости номинального обменного курса (таблица 13).

Таблица 13 – Отдельные показатели платежного баланса России, в % ВВП

	1998*	2000*	2003	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
--	-------	-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

¹⁴ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год», Банк России, www.cbr.ru

Счет текущих операций	0,1	17,5	7,7	5,6	6,2	4,1	4,4	5,1	3,6	1,7	3,1
в т.ч. торговый баланс	6,0	22,0	13,0	9,5	10,7	9,2	9,6	10,3	9,6	8,7	10,1
Счет операций с капиталом	-0,1	4,2	-0,1	-0,8	0,0	-1,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-2,2
Финансовый счет (без учета резервных активов)	-1,6	12,4	-0,2	-7,5	8,4	2,3	1,4	4,0	1,3	2,2	6,9
Чистые ошибки и пропуски	-3,5	-3,1	-1,7	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	0,3
Изменение валютных резервов («+» - рост, «-» - снижение)	-2,0	6,2	6,1	11,5	-2,3	0,3	2,4	0,7	1,5	-1,1	-5,7

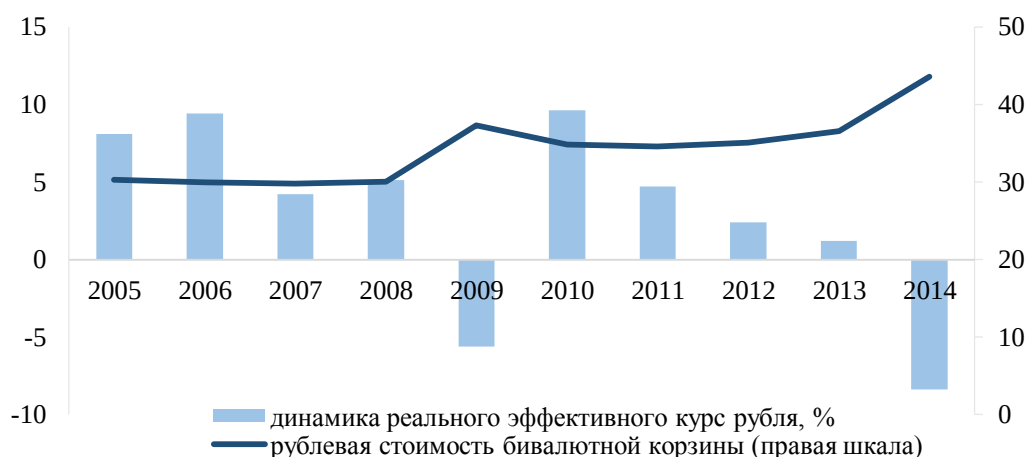
* в соответствии с методологией РПБ5, расстановка знаков приведена в соответствие с РПБ6.

Источники: Банк России, www.cbr.ru, расчеты авторов

Значимым шагом, спровоцированным как дальнейшей интеграцией России в мирохозяйственные процессы, так и повышением значимости европейской валюты на мировом валютном рынке, стал переход Банка России в 2005 г. к использованию в качестве операционного ориентира курсовой политики рублевой стоимости бивалютной корзины, состоящей из доллара США и евро. При этом, если первоначально доля евро в ее структуре составляла 0,1%, то, последовательно повышая, к февралю 2007 г. Банк России увеличил ее до 45%. Границы операционного интервала, т.е. интервала допустимых значений колебаний рублевой стоимости бивалютной корзины, фиксировались и пересматривались регулятором только с учетом изменений параметров платежного баланса и конъюнктуры внутреннего валютного рынка.

Стремление Банка России сдерживать номинальное укрепление рубля сопровождалось значительным ростом валютных интервенций и наращиванием золотовалютных резервов. Абсолютного максимума в 596,6 млрд долл. их величина достигла к концу июля 2008 г. Тем не менее, несмотря на растущие объемы валютных интервенций, осуществляемых Банком России и сохранение стабильности рублевой стоимости бивалютной корзины реальный эффективный обменный курс рубля устойчиво укреплялся (рисунок 25), что согласуется с опытом центральных банков открытых стран, таргетировавших обменный курс в 1980-1990-х гг.¹⁵

¹⁵ Подробнее см. раздел 2.2. «Таргетирование обменного курса»



Источники: Банк России, www.cbr.ru, расчеты авторов

Рисунок 25 – Рублевая стоимость бивалютной корзины и динамика реального эффективного курса рубля, расчеты авторов

Переход к инфляционному таргетированию в качестве своей перспективной задачи Банк России обозначил в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 г.», заявив о необходимости постепенного ограничения своего участия в процессе курсообразования, повышения роли процентной политики, перехода к иерархическому мандату, в рамках которого устанавливается приоритетность цели по снижению инфляции, и среднесрочному характеру выбора целей денежно-кредитной политики [98]. Вместе с тем конкретные сроки, в рамках которых Банк России планировал создать условия для перехода к инфляционному таргетированию и свободно плавающему валютному курсу, впервые были обозначены в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 г. и период 2011 и 2012 годов» [99]. При этом отметим, что в этот период денежно-кредитная политика Банка России являлась наиболее эффективной в части достижения целевых инфляционных ориентиров. Так, если в 2009 г. фактическая инфляция верхнюю границу целевого диапазона превысила лишь на 0,3 п.п., то в 2011 гг. инфляционный ориентир был достигнут. На всем рассматриваемом периоде 2000-2014 гг. отклонение фактической инфляции от целевых значений превышало 1 п.п. в девяти из 15 случаев, тогда как абсолютный максимум в 5,9 п.п. был достигнут в 2014 г. (рисунок 26).

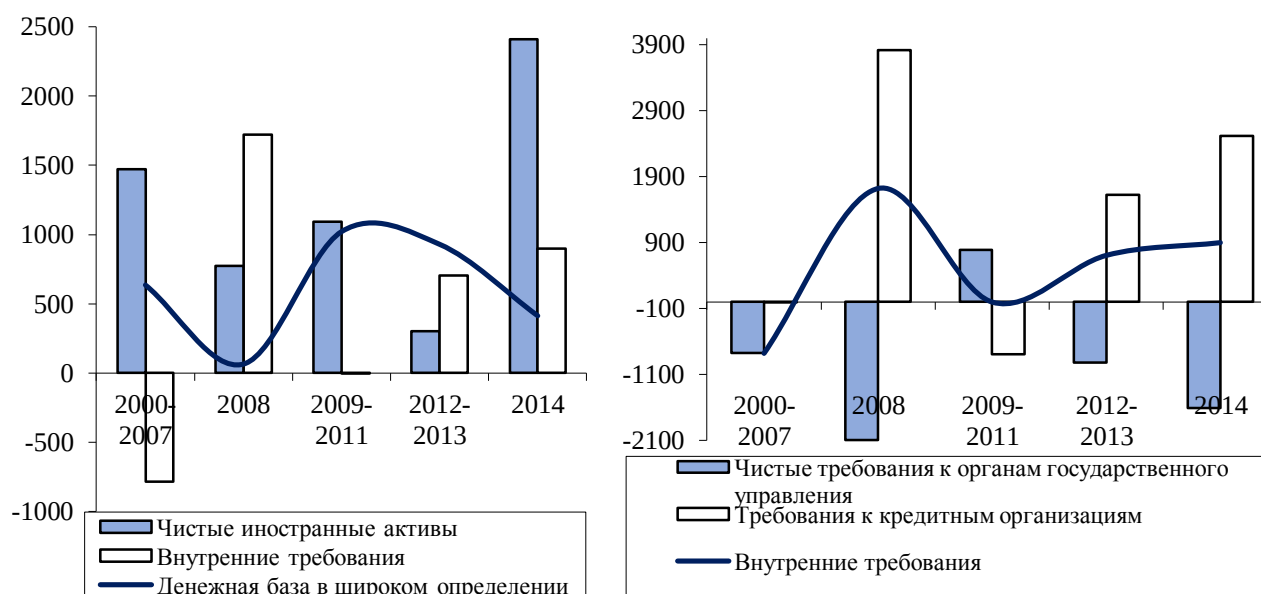


Источники: Банк России, www.cbr.ru, Росстат, www.gks.ru

Рисунок 26 – Фактическая инфляция и целевые ориентиры Банка России

В качестве значимых этапов в процессе эволюции целей и задач Банка России и перехода к инфляционному таргетированию следует выделить, во-первых, последовательное ослабление степени воздействия регулятора на процесс курсообразования, сопровождавшееся расширением границ валютного коридора и сокращением объема осуществляемых интервенций [100], и, во-вторых, реформирование системы процентных ставок, осуществленное регулятором во второй половине 2013 г. [41], [101]. В обоих случаях конечной целью регулятора являлось повышение значимости процентных механизмов денежно-кредитной политики. При этом, отметим, что схожие механизмы совершенствования денежно-кредитной политики были задействованы и другими центральными банками в процессе внедрения принципов таргетирования инфляции. Более того, по оценкам МВФ, реализованные в 2013-2014 гг. Банком России меры согласовывались с общемировой практикой и способствовали внедрению инфляционного таргетирования [102], [103].

Отметим, что в посткризисный период в России существенно возросла роль внутренних источников расширения денежной базы в широком определении и, прежде всего, требований регулятора к кредитным организациям (рисунок 27). И хотя в значительной степени, это было спровоцировано ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры и закрытием внешних финансовых рынков, сокращение притока валютно-финансовых средств в российскую экономику также создавало условия для повышения роли и значимости денежно-кредитной политики Банка России.



Источники: Банк России, www.cbr.ru, расчеты авторов

Рисунок 27 – Факторы прироста денежной базы в широком определении

В результате в посткризисный период регулятором были созданы все предпосылки для перехода к инфляционному таргетированию, а уже в ноябре 2014 г. Банк России отказался от использования допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины и проведения регулярных валютных интервенций. Сохранено было только право осуществлять валютные интервенции в случае возникновения угроз для финансовой стабильности, что фактически означало переход регулятора к таргетированию инфляции.

Вынужденный отказ от регулирования процесса курсообразования в конце 2014 гг. был осуществлен в крайне неблагоприятный с точки зрения состояния внешнеэкономической конъюнктуры период. Высокие макроэкономические риски, связанные с сокращением программ количественного смягчения и неизбежным повышением ключевой процентной ставки ФРС США, способствовали обесценению национальных валют развивающихся стран, и российский рубль не стал исключением. В то же время для российской экономики ситуация усугублялась и нарастанием геополитической напряженности, что также создавало предпосылки для обесценения российского рубля. Так, если индийская рупия и мексиканский песо обесценились за 2014 г. обесценились на 4% по отношению к доллару, бразильский реал - на 8,1, а турецкая лира, например, - на 12,9%, то обменный курс российского рубля относительно доллара снизился на 16,2%. В результате существенное обесценение российского рубля, пик которого пришелся на сентябрь-декабрь 2014 г.

по средством эффекта переноса [104] способствовало ускорению ценовой динамики и усилению оттока капитала. Его величина (с учетом операций РЕПО в иностранной валюте Банка России) в 2014 г. достигла 153 млрд долл. В результате при целевом ориентире на 2014 г. в 5% с допустимым симметричным отклонением на 0,5 п.п. потребительские цены подорожали в 2014 г. на 11,4% из расчета декабрь к декабрю.

В этих условиях Банк России при определении целевого ориентира на 2015 г. и период 2016 и 2017 гг. принял решение о расширении как целевого горизонта планирования, установив только среднесрочный целевой ориентир на 2017 г., предполагающий снижение инфляции до 4% и отказавшись от установления промежуточных ориентиров, так и диапазона допустимых отклонений фактической инфляции от целевых значений с 0,5 п.п. до 1,5 п.п. Тем не менее на всем протяжении 2015 г. фактическая ценовая динамика существенно превышала целевой тренд. Однако при определении целей и задач на 2016-2018 гг. Банком России подтвердил целевой ориентир.

Конечной целью денежно-кредитной политики Банка России на 2016-2018 гг. является «защита и обеспечение устойчивости рубля, достигаемая посредством поддержания ценовой стабильности, в т.ч. для формирования сбалансированного и устойчивого экономического роста» [80]. Подобная формулировка дает основания заключить, что в условиях возросшей турбулентности на мировых финансовых рынках и рисках сохранения санкционного давления, несмотря на снижение мировых цен на энергоносители, регулятор возвращается к реализации денежно-кредитной политики с множественными целями без явного номинального якоря.

В этой связи обратим внимание, что в основе эволюции целей и задач центральных банков лежат фундаментальные факторы, отражающие особенности развития национальной экономики и ограничивающие возможный разброс наиболее актуальных для центральных банков задач и методов их достижения. К таким факторам правомерно отнести размер экономики, а также степень ее торговой и финансовой интеграции в мировую экономику. Учет этих параметров позволяет ограничить спектр режимов денежно-кредитной политики, приемлемых для российской экономики на текущем этапе ее развития. Во-первых, на долю российской экономики в 2010-2014 гг. приходилось в среднем 2,6% мирового ВВП в текущих ценах и в 3,4% мирового ВВП по ППС. Во-вторых, совокупная величина экспортируемых и импортируемых Россией товаров и услуг в 2010-2014 гг.

превышала 51,8% ВВП, тогда как сальдо операций с товарами и услугами, по данным платежного баланса Российской Федерации, соответствовало 7,4% ВВП (таблица 14).

В этой связи, как свидетельствуют результаты исследования опыта мировых центральных банков, выбор денежно-кредитной политики для большой, глубоко интегрированной страны, какой является Россия, ограничивается режимом инфляционного таргетирования и режимом с множественными целевыми ориентирами без явного номинального якоря. В данном случае, напомним, что согласно результату исследования режим монетарного таргетирования и таргетирования обменного курса в современных условиях реализуется центральными банками малых экономик, однако в первом случае - финансово замкнутых, тогда как во втором, напротив, достаточно глубоко финансово интегрированных стран¹⁶.

Таблица 14 – Отдельные характеристики развития российской экономики в 2000-х гг.

	ВВП в текущих ценах		ВВП по ППС		ВВП на душу населения	Открытость экономики, % ВВП	Сальдо операций с товарами и услугами, % ВВП	Среднегодовой темп прироста потребительских цен
	млрд долл.	% мирового ВВП	млрд долл.	% мирового ВВП				
2000-2005	449,4	1,1	1876,8	3,3	3115,5	60,2	13,5	15,9
2005-2010	1243,6	2,1	2791,5	3,5	8706,5	52,6	10,0	10,7
2010-2014	1876,9	2,6	3346,1	3,4	13049,2	51,8	7,4	7,0

Источники: Росстат, www.gks.ru, Банк России, www.cbr.ru, International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Таким образом, смена приоритетов центральным банком России не противоречит мировому опыту. Однако, отметим, что высокие риски реализации данного режима денежно-кредитной политики в России сопряжены, во-первых, с относительно низким уровнем ее прозрачности, и, во-вторых, с сохраняющимися высокими темпами роста потребительских цен и их волатильностью. Как показывает практика реализации денежно-кредитной политики без явного номинального якоря, ФРС США и ЕЦБ опирается не только на высокую степень доверия и прозрачности денежно-кредитной политики, но и на их роль как эмитентов резервных валют.

¹⁶ Подробнее см. разделы 2.2.1 «Монетарное таргетирование» и 2.2.2 «Таргетирование обменного курса».

Особого внимания заслуживает, опыт Индии – крупной развивающейся страны. Однако, отметим, что среднегодовые темпы роста потребительских цен в Индии значительно уступают российским параметрам, что позволяет монетарным властям уделять меньше внимания и усилий для обеспечения ценовой стабильности. Индийская рупия формируется в рамках плавающего обменного курса, в рамках которого вмешательство монетарных властей в процесс курсообразования ограничивается только сглаживанием чрезмерной волатильности. В то же время степень открытости Резервного банка Индии в 2010 г. лишь незначительно превышала российский уровень – 4,5 п. и 3 п. соответственно. В посткризисный период уровень открытости российской экономики существенно увеличился. Рассчитанный по методике, предложенной в исследовании [88], индикатор открытости денежно-кредитной политики Банка России к 2013 г. возрос до 8 п. [105].

В этой связи реализация денежно-кредитной политики с множественными целями без явного номинального якоря требует от Банка России, во-первых, дальнейшего повышения открытости своей деятельности и доверия экономических агентов, во-вторых, во избежание возникновения противоречий между целями по поддержанию обменного курса и обеспечению ценовой стабильности необходимо придерживаться плавающего режима курсообразования.

О существующем потенциале повышения эффективности реализуемой денежно-кредитной политики Банка России свидетельствует и эволюция методов таргетирования инфляции как развитыми, так и развивающимися странами. Речь идет, о расширении целевого диапазона, что в особенности актуально в процессе изменения направленности денежно-кредитной политики. Напомним, в России целевой диапазон ограничивается +/- 1,5 п.п., тогда как, например, в Бразилии – 2,5 п.п. Помимо этого, определенных преимуществ позволит достичь и расширение целевого горизонта, который в настоящее время ограничивается 2017 г.

Используя преимущества инфляционного таргетирования, заключающиеся в гибкости методов достижения целевых ориентиров, данный режим денежно-кредитной политики может быть успешно адаптирован к российским реалиям. Существенный потенциал сохраняется и в части повышения открытости реализуемой политики, в особенности в части коммуникационной стратегии, предусматривающей разъяснение факторов, лежащих в основе выбора целей и задач регулятора, их корректировки, а также причин отклонений от целевого тренда.

Заключение

Исследование целей и задач центральных банков свидетельствует о последовательном повышении роли и значимости денежно-кредитной политики в процессе государственного регулирования экономики. Выделение денежно-кредитной политики как самостоятельного элемента системы государственного регулирования стало одним из факторов смены целевых приоритетов центральных банков. Результаты работы позволяют заключить, во-первых, что движущей силой трансформации целей и задач центральных банков являются инновации в финансовой сфере, а также повышение открытости внутренних финансовых рынков, и во-вторых, выбор режима реализуемой центральными банками денежно-кредитной политики, определяется объективными факторами, в числе которых уровень развития страны в целом и, в частности, ее финансового сектора, а также степень ее вовлеченности в мировую экономику, структура торговых и финансовых взаимосвязей.

Отказ от финансирования государственных расходов, повышение гибкости процесса курсообразования, торговая и финансовая либерализация сопровождалась переносом акцентов в деятельности центральных банков на обеспечение ценовой стабильности. Как показывает практика центральных банков развитых стран, обеспечение ценовой стабильности уже в середине XX в. воспринималось как неотъемлемое условие роста экономики, а выбор промежуточных целей и инструментов их достижения центральными банками определялся рядом факторов, в число которых входили степень вовлеченности национальных экономик в глобальную экономику, структура внешнеэкономической деятельности, особенности национальной экономики и ее финансового сектора.

В современных условиях степень финансовой интеграции страны и развития ее финансового сектора остаются ключевыми фундаментальными факторами, определяющими выбор целей и задач центральных банков. И хотя обеспечение ценовой стабильности, под которой в современных условиях понимается замедление динамики потребительских цен или поддержание ее на определенном уровне, является одной из задач большинства центральных банков, механизмы ее достижения весьма существенно трансформировались.

Согласно результатам проведенного исследования только наименее развитые малые экономики, в которых финансовая либерализация началась во второй

половине 1990-х гг., в современных условиях стремятся обеспечить ценовую стабильность, таргетируя монетарные показатели, как это делали развитые страны в 1970-х гг. Отказ монетарных властей США, Великобритании и Германии от использования монетарных показателей в качестве промежуточного ориентира денежно-кредитной политики в 1990-х гг. – начале 2000-х гг. был связан с быстрыми темпами развития финансового сектора, становлением и развитием международного финансового рынка, а соответственно и повышением роли и значимости транснациональных финансовых потоков. В крупных открытых экономиках выбор центрального банка, как показывает мировой опыт, ограничивается либо таргетированием инфляции, либо определением множественных целей без явного номинального якоря.

Таким образом альтернатива выбора целей задач российским центральным банком ограничивается либо определением целевого инфляционного ориентира, достижение которого рассматривается в качестве первоочередной задачи, либо множественных целей при отсутствии явного номинального якоря. При этом если в первом случае негативные последствия инфляционного таргетирования могут проявиться только в краткосрочной перспективе, то отсутствие явного номинального якоря в реализации денежно-кредитной политики усиливает риски неопределенности.

В российской экономике выбор центрального банка ограничивается либо инфляционным таргетированием, либо денежно-кредитной политикой с множественными целями и без явного номинального якоря. Основные риски с применением последнего связаны как с недостаточным уровнем прозрачности денежно-кредитной политики, так и с высокими темпами роста потребительских цен и их волатильностью. При этом гибкость механизмов таргетирования инфляции позволяет адаптировать данный режим с учетом особенностей российской экономики, предоставив центральному банку возможность не только участвовать в процессе курсообразования, сглаживая резкие краткосрочные колебания обменного курса, но и учитывать динамику экономического роста при принятии решений относительно изменения процентных ставок. Главным условием является прозрачность деятельности центрального банка и доверие экономических агентов реализуемой денежно-кредитной политике.

Приложение 1

Отдельные индикаторы экономического развития и целевые приоритеты денежно-кредитной политики центральных банков, таргетирующих монетарные показатели.

	ВВП на душу населения, в долл.	Открытость экономики, % ВВП	Финансовый счет*, % ВВП	Цель денежно-кредитной политики	Целевой ориентир
Гамбия	488,6	87,8	3,5	ценовая стабильность и стабильность валютного курса	широкое денежное предложение (broad money supply, M2)
Мьянма ¹	н/д	0,3**	0,020	ценовая стабильность и стабильность национальной валюты, поддержка макроэкономической стабильности и внутренних сбережений, финансовой стабильности для достижения поставленной цели	резервные деньги – операционная цель, наличные деньги в обращении – сигнальная функция
Нигерия	3005,5	31,0	-9,3	ценовая стабильность, устойчивость платежного баланса, стабильность национальной валюты, поддержание устойчивых темпов экономического развития	широкое денежное предложение (broad money supply, M2)
Афганистан	664,8	55,4	-0,1	первоочередная цель - ценовая стабильность, стабильность финансовой системы и безопасность платежной системы - цели, способствующие достижению ценовой стабильности	резервные деньги – операционная цель, наличные деньги в обращении – сигнальная функция
Кения	1245,5	50,9	2,1	ценовая стабильность и устойчивость национальной валюты	до 1996 темпы роста денежного агрегата M3, с 1996 г. – денежный агрегат M3X, включающий также депозиты в иностранной валюте
Малави	226,5	110,5	5,4	первоочередная цель - низкая и стабильная инфляция (на 2015 г. декабрь к декабрю - 12%), поддержание достаточности валютных резервов** и стабильности национальной валюты, повышение занятости и стимулирование инвестиционной активности	темпы роста резервных денег
Мозамбик	605,0	70,5	-1,5	темпы роста потребительских цен и достаточность валютных резервов	денежная база
Папуа Новая Гвинея	2088,4	131,1**	-2,9	ценовая стабильность	денежная база
Сьерра-Леоне	679,0	107,5	6,1	замедление динамики потребительских цен - первоочередная цель, обеспечение финансовой стабильности, т.е. усиление надзора и контроля для создания условий, обеспечивающих экономический рост	резервные деньги
Танзания	694,8	67,4	7,2	ценовая стабильность, способствующая достижению устойчивых и сбалансированных	темпы роста денежного предложения и кредитования

				темпов экономического роста. В долгосрочной перспективе цель – (0- 5%).	внутренней экономики
--	--	--	--	---	----------------------

* среднегодовое сальдо финансового счета платежного баланса (без учета резервных активов) за 2000-2009 гг., знак «+» означает чистый приток, знак «-» - чистый отток.

** целью является поддержание валютных резервов на уровне, обеспечивающем покрытие 3-х месячного размера импорта.

¹ – данные финансового счета за 2008-2009 гг.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary fund, www.imf.org, официальные сайты центральных банков

Приложение 2

Особенности социально-экономического развития отдельных стран,
таргетирующих обменный курс

		% мирового ВВП		ВВП	Открытость	Финансовый
		в текущих	по	на душу	экономики, %	счет, % ВВП
		ценах	ППС	населения	ВВП	
Привязка обменного курса национальной валюты к						
доллару	Эквадор	0,1	0,2	6002,9	60,8	0,1
	Оман	0,1	0,1	21929,0	98,6	-8,3
	Катар	0,2	0,3	93714,1	97,5	18,9
	Саудовская Аравия	0,9	1,5	25961,8	82,4	-0,8
	Объединенные Арабские Эмираты	0,5	0,5	43048,9	176,1	н/д
	Венесуэла	0,4	0,5	14414,8	50,4	-4,5
	Ирак	0,3	0,5	6862,5	66,7	-3,3
	Казахстан	0,3	0,4	13609,8	64,9	-3,1
	Ливан	0,1	0,1	9928,0	138,7	17,9**
	Вьетнам	0,2	0,4	1910,5	163,7	5,1
	Бангладеш	0,2	0,5	957,8	46,3	-0,4
	Шри Ланка	0,1	0,2	3279,9	54,5	2,7
	Ангола	0,1	0,2	5783,4	96,5	-1,2***
	Азербайджан	0,1	0,2	7811,8	75,6	20,6
	Египет	0,3	0,9	3314,5	42,3	-0,2
	Китай	10,1	14,4	6807,4	50,3	2,6
	Узбекистан	0,1	0,1	1878,1	59,3	н/д
	Доминиканская республика	0,1	0,1	5879,0	56,8	7,5
	Гватемала	0,1	0,1	3477,9	58,6	3,7
	Аргентина	0,8	0,9	14715,2	29,3	0,6
	Беларусь	0,1	0,2	7575,5	125,2	7,3
евро	Болгария	0,1	0,1	7498,8	137,4	17,5***
	Литва	0,1	0,1	15537,9	155,7	7,6***
	Дания	0,5	0,3	59831,7	102,8	н/д
	Хорватия	0,1	0,1	13607,5	85,4	10,8***
	Швейцария	1,0	0,5	84815,4	132,2	7,2
валютной корзине	Кувейт	0,2	0,3	52197,3	98,1	-41,6
	Марокко	0,1	0,2	3092,6	80,5	1,9
	Сингапур	0,4	0,4	55182,5	358,0	-10,6
	Алжир	0,3	0,5	5360,7	0,0	1,7
	Иран	0,8	1,4	4763,3	0,0	-3,1***
	Тунис	0,1	0,1	4316,7	103,1	5,7

* среднегодовое сальдо финансового счета платежного баланса (без учета резервных активов) за 2010-2012 гг., знак «+» означает чистый приток, знак «-» - чистый отток.

** данные 2000-2009

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, World Development Indicators, The World Bank, www.worldbank.org, расчеты авторов

Приложение 3
Особенности социально-экономического развития стран,
де-факто таргетирующих инфляцию

	В % мирового ВВП		ВВП на душу населения, долл.	Открытость экономики, % ВВП	Сальдо операций с товарами и услугами, % ВВП	Финансовый счет, % ВВП*	Внутренний кредит, % ВВП
	в текущих ценах	по ППС					
Австралия	2,1	1,0	67458,4	41,0	-1,2	-3,8	75,1
Албания	0,0	0,0	4659,3	87,9	-17,8	-7,8	68,4
Бразилия	3,6	3,2	11208,1	27,6	-2,5	-3,9	69,1
Великобритания	3,6	2,5	41787,5	61,6	-1,9	-2,5	104,9
Венгрия	0,2	0,2	13480,9	169,9	7,6	-1,3	48,8
Гана	0,1	0,1	1858,2	89,4	-5,1	-10,9	22,9
Грузия	0,0	0,0	3605,2	102,3	-13,0	-8,1	42,9
Израиль	0,4	0,3	36050,7	64,5	1,4	-57,5	86,4
Индонезия	1,2	2,3	3475,3	49,5	-2,0	-2,6	46,2
Исландия	0,0	0,0	47461,2	103,1	8,3	-50,5**	97,0
Канада	2,5	1,5	51958,4	61,9	-1,7	-5,4	107,2
Колумбия	0,5	0,6	7831,2	38,0	-2,4	-4,4	41,4
Корея	1,7	1,7	25977,0	102,8	5,1	1,9**	61,5
Мексика	1,6	2,0	10307,3	64,2	-0,7	-4,6	30,1
Молдова	0,0	0,0	2239,3	125,3	-37,7	-8,7	45,8
Новая Зеландия	0,2	0,2	41555,8	57,5	0,0	-1,0	77,4
Норвегия	0,7	0,3	100818,5	67,0	10,7	-9,6	71,8
Парагвай	0,0	0,1	4264,7	94,1	4,7	-1,1	32,9
Перу	0,2	0,3	6661,6	48,4	-0,9	-7,0	23,7
Польша	0,7	0,9	13648,0	90,3	1,9	-0,7	33,7
Румыния	0,3	0,4	9499,2	84,5	-0,6	-3,3	20,7
Сербия	0,1	0,1	6354,0	92,7	-11,2	н/д	
Таиланд	0,5	0,9	5779,0	113,8	-28,8	-2,9	138,3
Турция	1,1	1,4	10971,7	57,9	-6,6	-8,7	45,8
Уганда	0,0	0,1	572,0	58,8	-11,4	н/д	
Филиппины	0,3	0,6	2765,1	59,9	-4,1	2,6**	55,1
Чехия	0,3	0,3	19844,8	148,6	5,8	-2,4	55,1
Чили	0,3	0,4	15732,3	65,5	-0,3	-3,3**	70,2
Швеция	0,8	0,4	60430,2	82,7	4,9	-4,6	123,3
Южная Африка	0,6	0,7	6617,9	65,1	-2,8	-3,9	148,6
Япония	8,2	4,7	38633,7	35,1	-2,8	-1,2	366,5

* финансовый счет платежного баланса (без учета резервных активов) в среднем в год в 2010-2013 гг., знак «+» означает чистый приток, знак «-» - чистый отток.

** в среднем за 2010-2014 гг., знак «+» означает чистый приток, знак «-» - чистый отток.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, World Economic Outlook, International Monetary Fund, www.imf.org, расчеты авторов

Приложение 4

Отдельные характеристики стран и денежно-кредитной политики без
номинального якоря

	ВВП в тек. ценах		ВВП по ППС		Мандат ЦБ	Режим курсовой политики
	в млрд. долл.	в % мирового ВВП	в млрд. долл.	в % мирового ВВП		
США	15517,9	21,5	15517,9	16,6	максимизация занятости, стабильность цен и поддержание умеренных долгосрочных процентных ставок	свободно плавающий курс
ЕЦБ						
Австрия	429,5	0,6	371,9	0,4	Первоочередная цель - поддержание ценовой стабильности, а также без ущерба для достижения ценовой стабильности проведение экономической политики, ориентированной на достижение целей валютного союза: полная занятость и сбалансированный экономический рост	свободно плавающий курс
Бельгия	528,7	0,7	452,9	0,5		
Кипр	27,1	0,0	29,0	0,0		
Эстония	22,8	0,0	31,3	0,0		
Финляндия	273,9	0,4	217,0	0,2		
Франция	2865,3	4,0	2438,1	2,6		
Германия	3755,5	5,2	3466,7	3,7		
Греция	289,1	0,4	299,7	0,3		
Ирландия	238,0	0,3	206,8	0,2		
Италия	2280,3	3,2	2132,7	2,3		
Латвия	28,5	0,0	41,1	0,0		
Люксембург	59,0	0,1	46,8	0,1		
Мальта	9,6	0,0	12,4	0,0		
Нидерланды	894,6	1,2	773,0	0,8		
Португалия	245,1	0,3	280,7	0,3		
Словакия	97,6	0,1	138,0	0,1		
Словения	51,3	0,1	58,9	0,1		
Испания	1496,0	2,07	1524,1	1,6		
Коста-Рика	41,2	0,1	60,1	0,1	внешняя и внутренняя стабильность и конвертируемость национальной валюты, цель по инфляции - 4%+/- 1 п.п.	другие формы
Киргизия	6,2	0,0	16,1	0,0	достижение и поддержание стабильности цен монетарная стабильность, способствующая достижению стабильности внутренних цен, стимулирование экономического роста, поддержание внутренней и внешней стоимости национальной валюты, управление валютными резервами для достижения целевых темпов роста экономики и потребительских цен, целей макроэкономической политики.	другие формы
Пакистан	213,6	0,3	750,7	0,8	защита и обеспечение устойчивости рубля (Конституция РФ) по средством поддержания ценовой стабильности создание условий для обеспечения экономического роста за счет обеспечения стабильной и устойчивой финансовой системы	другие формы
Россия*	1904,8	2,6	3226,6	3,4		другие формы
Вануату	0,8	0,0	0,6	0,0		другие формы
Индия	1843,0	2,6	5845,4	6,2	Обеспечение ценовой стабильности с учетом целей по темпам экономического роста	плавающий курс

Маврикий	11,0	0,0	20,3	0,0	защита внутренней и внешней стоимости национальной валюты, ее международной конвертируемости с целью создания условий, способствующий повышению усилению экономической активности и экономическому развитию	плавающий курс
Монголия	10,4	0,0	24,5	0,0	стабильность национальной валюты, поддержание устойчивого и сбалансированного развития экономики по средством поддержания стабильности денежно-кредитной системы, банковской системы и финансовых рынков	плавающий курс
Замбия	23,7	0,0	48,5	0,1	обеспечение и поддержание ценовой и финансовой стабильности для достижения сбалансированного макроэкономического развития	плавающий курс
Малайзия	289,3	0,4	606,7	0,6		другие формы
Мавритания	5,1	0,0	12,4	0,0		другие формы

* согласно данным МВФ Банк России в 2013 г. находился в процессе перехода к инфляционному таргетированию.

Источники: International Financial Statistics, International Monetary Fund, www.imf.org, официальные сайты центральных банков, расчеты авторов

Список использованных источников

1. Трунин П., Ващелюк Н. Анализ нестандартных инструментов предоставления ликвидности Банка России // Экономическая политика. 2015. Vol. 10. No. 1. pp. 41-57.
2. Горюнов Е. Т.П., "Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику?," *Вопросы экономики*, No. №6. Р. с. 34.
3. Batini N., Laxton D. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. // Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series. 2007. No. 11. pp. 467-506.
4. International Monetary Fund, "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development," 2006.
5. Krugman. Oil Shocks and Exchange Rate Dynamics // In: Exchange Rates and International Macroeconomics. University of Chicago Press, 1983.
6. Дробышевский С., Козловская А., and Трунин П. Выбор денежно-кредитной политики в стране – экспортере нефти. М.: ИЭПП, 2004.
7. Levine R., "Financial Development and Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, No. Vol. XXXV, June 1997.
8. Caprio, G and Klingebiel D, "Bank Insolvencies: Cross-country Experience," The World Bank, POLICY RESEARCH WORKING PAPER.
9. Tobin J. Stabilization Policy Ten Years After // Brookings Papers on Economic Activity. 1980. Vol. 1.
10. Tobin J., de Macedo J.B. The short-run macroeconomics of floating exchange rates: an exposition // In: Flexible exchange rates and the balance of payments: essays in memory of Egon Sohmen / Ed. by Chipman J.S., Kindleberger C.P. 1980.
11. Friedman M. Money and Economic Development: The Horowitz Lectures of 1972 New York: Praeger. 1973.
12. Taylor J.B. A historical analysis of monetary policy rules. 1999.
13. Taylor J.B. Discretion Versus Policy Rules in Practice. // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39.
14. Lucas R.E.J., Sargent T. Rational Expectations and Econometric Practice. Minneapolis: University of Minnesota Press., 1981.
15. Браунинг П. Современные экономические теории – буржуазные концепции. М.: Экономика, 1987.
16. Кейнс Д.М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное. Эксмо, 2007.
17. Goodfriend M, "How the world achieved consensus on monetary policy," National Bureau of Economic Research, Working paper 13580, 2007.
18. Borio , "Monetary policy and financial stability: What role in prevention and recovery?," Bank for International Settlements, Working Papers 440, 2014.

19. International Monetary Fund, "25 Years of transition: post-communist Europe and the IMF. ," 2014.
20. Kouri PJK and de Macedo JB, "Exchange rates and the international adjustment process," Yale University, Cowles foundation discussion paper 40, March 1978.
21. Calvo G. R.C., "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. Vol. 117, No. 2, 2002. pp. 379–408.
22. Svensson LEO, "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?," National Bureau of Economic Research, Working Paper February 2000.
23. Singleton J, "Central banking in the twentieth century," 2010.
24. Bernanke B and Mishkin F, "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations From Six Industrialized Countries," National Bureau of Economic Research, Macroeconomics Annual 1992.
25. Bernanke B. J.H. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison // NBER Working Paper 3488. October 1990.
26. Hamilton J.D. Monetary Factors in the Great Depression // *Journal of Monetary Economics*. 1987. No. 19.
27. Nessen M., Vestin D. Average Inflation Targeting // *Journal of Money, Credit and Banking*. Oct. 2005. Vol. Vol. 37. No. No. 5.
28. Huang K.X.D., Liu Z. Inflation to Target: What Inflation to Target? // Research Division, Federal Reserve Bank of Kansas City. February 2004. No. RWP 03-10.
29. Bank for International Settlements. The Role of Central Banks in Macroeconomic and Financial Stability // *BIS Papers*. February 2014. No. No 76.
30. Каменских М., Трунин П. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России). М.: ИЭПП, 2007. 106 pp.
31. Lucas P.D. Monetary policy and the Great Crisis: lessons and challenges // the 37th Economics Conference, Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment. Vienna. 14 May 2009.
32. Borio C and Lowe P, "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus," BIS, Working Paper 114, 2002.
33. Borio C.A.W.R.W. Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes // *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*. Kansas City. 2003. pp. 131-212.
34. Cecchetti G., Genberg , and Wadhawani S. Asset prices in a exible infation targeting framework // In: *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies* / Ed. by W. Hunter G.K.A.M.P.(. Cambridge: MIT Press, 2002.
35. White , "Is price stability enough?," BIS, Working Paper 206, May, 2006.

36. Dupor W, "Nominal price versus asset price stabilization," The Wharton School, Working Paper 2001.
37. Dupor W, "Stabilizing non-fundamental asset price movements under discretion and limited information," University of Pennsylvania, 2002.
38. Detken C and Smets F, "Asset price booms and monetary policy," European Central Bank, Working Paper 364, 2004.
39. Issing O. Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle // Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off? 2003.
40. Bean C, "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?," BIS, Working Paper 140, 2003.
41. Замаараев Б.А., Киюцевская А.М., "Российская экономика в контексте мировых трендов," *Вопросы экономики*, Vol. 2, 2015.
42. Walsh C.E. Monetary Theory and policy. Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, 1998.
43. Meyer H.L. San Diego Economics Roundtable // Inflation Targets and Inflation Targeting. San Diego. California. July July, 2001.
44. Cook T., Hahn , "The effect of changes in the federal funds rate target on market interest rates in the 1970s.," *Journal of Monetary Economics*, November 1989.
45. Friedman B.M., "The Greenspan era: discretion, rather than rules," *The American Economic Review*, Vol. Vol. 96, No. No. 2, May 2006.
46. Cobham D. «The making of monetary policy in the UK, 1975-2000» // In: Financial Economics and Quantitative Analysis Series. 2001.
47. Blanchard O.J., Fischer. Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries.
48. Clarida R., Gertler. How the Bundesbank Conducts Monetary Policy // In: Reducing Inflation: Motivation and Strategy / Ed. by Romer C.D., Romer D.H. National Bureau of Economic Research, 1997.
49. Mishkin FS, "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized Countries," The World Bank, Policy Research Working Paper 2684, October 2001.
50. Bordo and Siklos , "Central bank credibility, reputation and inflation targeting," National bureau of economic research, November 2014.
51. Deutsche Bundesbank, "Annual Report," 1974-1992. [Online]. http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Publications/Annual_reports/annual_reports.html?gts=90014_list%253D-dateOfIssue>p=90014_list%253D4&https=1
52. International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions," 2014. [Online]. www.imf.org
53. Frenkel R and Rapetti M, "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America," Center for Economic and Policy Research, April 2010.
54. Minella , "Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000): A VAR

- Estimation," Research Department, Central Bank of Brazil., Working Paper July/September 2003.
55. Guender AV and Oh DY, "Price Stability through Price-Level Targeting or Inflation Targeting? A Tale of Two Experiments.," Department of Economics University of Canterbury, Christchurch, New Zealand, 2006.
 56. Berg C. J.L. Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937 // SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance. December 1998. No. No 290.
 57. Svensson E.O., "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?," *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 31, 1999.
 58. Vestin , "Price-Level Targeting versus Inflation Targeting in a Forward-Looking Model," Working paper 1999.
 59. Orphanides A. «Reflections on inflation targeting» // In: «Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects». 2010.
 60. Stone M et al., "The role of the exchange rate in inflation-targeting emerging economies," International Monetary Fund, 2009.
 61. Roger S et al., ""Hybrid Inflation Targeting Regimes"," International Monetary Fund, Working Paper October 2009.
 62. Svensson LEO, "Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability," NBER, Working Paper No. 7276, 1999.
 63. Petursson T.G. «Inflation control around the world: why are some countries more successful than others?» // In: «Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects». 2010.
 64. Трунин П.В., Божечкова А.В., and Киюцевская А.М., "О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования?," *Деньги и кредит*, No. 4, 2015.
 65. Ball M., Sheridan. Does inflation targeting matter? // The Inflation-Targeting Debate. 2004.
 66. Bank of England. Monetary policy framework URL: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>
 67. Улюкаев А., Дробышевский С., and Трунин П., "Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ," *Вопросы экономики*, No. 1, 2008.
 68. Friedman B., Kuttner K.N., "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1996.
 69. Bernanke , Mishkin F., "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. Vol. 11, No. No.2, 1997. pp. 97-116.
 70. Mishkin FS, "Can inflation targeting work in emerging market countries?," National Bureau of Economic Research, 2004.
 71. Macklem. Flexible Inflation Targeting and “Good” and “Bad” Disinflation URL: <http://www.bankofcanada.ca/2014/02/flexible-inflation-targeting-good->

bad-disinflation/

72. Bank of Canada, "Renewal of inflation control target," Background information May 2001.
73. Bank of Canada, "Targets for reducing inflation: further operational and measurement considerations," Bank of Canada Review September, 2001.
74. Figueiredo LF et al., "Monetary Policy in Brazil: Remarks on the Inflation Targeting Regime, Public Debt Management and Open Market Operations," The Bank of Brazil, Working Paper Series 37, March, 2002.
75. International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions," 2009.
76. Carstens A.G., Werner A.M. Mexico's Monetary Policy Framework under a Floating Exchange Rate Regime // Banco de Mexico Research Paper. May 1999. No. No. 9905.
77. Galindo L.M., Ros J. Alternatives to Inflation Targeting in Mexico // International Review of Applied Economics. 2008. Vol. 22(2).
78. Kehoe T.J., Meza F. Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico 1950–2008 // Latin American Journal of Economics. December 2011. No. 48(2).
79. Sterne G, "The use of explicit targets for monetary policy: practical experiences of 91 economies in the 1990s," Bank of England's Centre for Central Banking Studies, 1998.
80. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов.
81. Scheller HK, "The European Central Bank: history, role and functions," The European Central Bank, 2004.
82. Reserve Bank of India. Monetary Policy URL: https://www.rbi.org.in/scripts/FS_Overview.aspx?fn=2752
83. Reserve Bank of India, "Reserve Bank of India Bulletin," Mumbai, 2002.
84. Jha R, "Inflation targeting in India: Issues and Prospects," Political Economy Research Institute, 9, September 2006.
85. Reserve bank of India, "Report on currency and finance," Mumbai, 2004.
86. Kohli , "Real exchange rate stabilisation and managed floating: exchange rate policy in India, 1993–2001," *Journal of Asian Economics*, No. 14, 2003.
87. Taylor JB, "Housing and Monetary Policy," National Bureau of Economic Research, Working paper series December 2007.
88. Dincer N.N., Eichengreen B., "Central bank transparency and independence: updates and new measures," *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, No. 1, March 2014.
89. Morris S., Shin H.S., "«Social Value of Public Information»,," *American Economic Review*, 2002.
90. Geraats M.P., "«The Mystique of Central Bank Speak»,," *International Journal of Central Banking*, 2007.

91. Замараев Б.А. Национальное хозяйство России на рубеже XX-XXI веков: изменения и перспективы развития. (Развитие методов макроэкономического анализа и прогнозирования). Москва: Современная экономика и право, 2006.
92. Дробышевский С.М. Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. Москва: Дело: РАНХиГС, 2011.
93. Улюкаев А.В., "У меня нет сомнений в реалистичности Основных направлений," *Вестник Банка России*, No. №66 (936), 30.11.2006.
94. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 1999 год.
95. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 год.
96. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год.
97. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2004 год.
98. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год.
99. Банк России, ""Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов", 2009.
100. Киюцевская А.М., "Плавающий курс российского рубля: миф или реальность," *Вопросы экономики*, No. 2, 2014.
101. Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара. Российская экономика в 2013 г. Тенденции и перспективы. Института Гайдара, 2014.
102. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2013.
103. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014.
104. Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А., "Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России," *Вопросы экономики*, № №3, 2014. С. 23-30.
105. Зубарев АВ et al., "Особенности монетарного финансирования в странах-экспортерах сырья," Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, препринт 2014. [Online]. <http://www.ranepa.ru/repository/repozitorij-vnutrennyaya/?13509>
106. Levin R., "Stock markets, growth and tax policy," *Journal of Finance*, Vol. 46, 1991.
107. Collins M., "Monetary Policy and the Supply of Trade Credit, 1830-1844," *Economica*, Vol. 45, November 1978.

108. Kahn A.G. Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level? // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. 2009. No. Third Quarter.
109. Uribe M. Real Exchange Rate Targeting and Macroeconomic Instability // Journal of International Economics. 2003. No. 59.
110. Дробышевский С., Наркевич С., Пикулина Е., and Полевой Д. Анализ возможности возникновения «пузыря» на российском рынке недвижимости. М.: ИЭПП, 2009.
111. Fackler J., Filer L., and Kim Y. Exchange Rate Targeting and Economic Stabilization. An Empirical Exploration October 2003.
112. Смирнов С. Режимы валютного курса и стабильность экономики // Вопросы экономики. 2010. No. 1.
113. Friedman M. A Program for Monetary Stability. New York: Fordham University Press, 1960.
114. Friedman M. The Optimum Quantity of Money // In: The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine Publishing Co., 1969.
115. Calvo G. Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework // Journal of Monetary Economics. 1983. No. 12.
116. Bordo M., Siklos P. Central Bank Credibility, Reputation and Inflation Targeting in Historical Perspective // NBER Working Paper. November 2014.
117. Bank for International Settlements. MC Compendium. Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations // BIS Working Papers. June 2008.
118. Summers L.H. How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? // Journal of Money, Credit, and Banking. 1991. No. 23.
119. Fischer S. Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? // In: Achieving Price Stability / Ed. by City F.R.B.O.K. 1996.
120. Ball L. The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent // IMF Working Paper. June 2014. No. WP/14/92.
121. McCallum B.T. Should Central Banks Raise their Inflation Targets? Some Relevant Issues // NBER Working Paper 17005. May 2011.
122. Mankiw N.G., Reis R. What Measure of Inflation Should a Central Bank Target? // NBER Working Paper 9375. December 2002.
123. Honkapohja S., Mitra K. Targeting Nominal GDP or Prices: Expectation Dynamics and the Interest Rate Lower Bound 2013.
124. Bank of England. Bank of England Act 1998.
125. Наркевич С. Золотовалютные резервы: история, определение, состав и современные функции // Вопросы экономики. 2015. No. №4.
126. King M. Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice // Journal of Monetary Economics. June 1997. No. 39(1).
127. Aizenman J., Frenkel J.A. Targeting Rules for Monetary Policy // NBER Working Paper 1881. April 1986.

128. Eschweiler B. B.M.D. Rules, Discretion, and Central Bank Independence: The German Experience 1880-1989 // NBER Working Paper 4547. November 1993.
129. Nelson E. UK Monetary Policy 1972- 97: A Guide Using Taylor Rules // Bank of England. 2000.
130. Esanov A., Merkl C., and de Souza L.V. Monetary Policy Rules for Russia
131. Bernanke B. M.F. Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations From Six Industrialized Countries // NBER Working Paper 4082. May 1992.
132. Fisher S. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper 5064. March 1995.
133. Трунин ПВ and Каменских МВ, "Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России)," ИЭПП, Москва, 2007.
134. Meulendyke A. The Federal Reserve and US Monetary Policy: A short history // In: US Monetary policy and Financial Markets / Ed. by Meulendyke A.M. 1998.
135. Дробышевский СМ et al., "Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике," ИЭПП, Научные труды 116Р, 2008.
136. Pakko MP, "The FOMC in 1993 and 1994: Monetary Policy in Transition," The Federal Reserve Bank of St. Louis., Review March/April 1995.
137. Mishkin. Monetary Policy and the Dual Mandate. Bridgewater, Virginia: At Bridgewater College, April 10, 2007.
138. Blinder A. Central banking in theory and practice. London: Massachusetts Institute of Technology, 1999.
139. Goodfriend M, "Monetary Policy Comes of Age: A 20th Century Odyssey," Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly 83/1, Winter 1997.
140. Greenspan A. «Opening Remarks» In // Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Toronto, Canada. 2001. Vol. Books for Business.
141. Klein MM and Marion NP, "Explaining the duration of exchange rate pegs," Working paper 4651 February 1994.
142. Vernengo M., "External Liberalization, Stabilization and the Labor Market in Brazil," *Latin American Perspectives*, Vol. 31, No. 4, July 2004.
143. Bresser-Pereira L, "«Brazil's Inflation and the Cruzado Plan, 1985-1988»,". [Online]. www.bresserpereira.org
144. Roger S. «Inflation targeting at twenty: achievements and challenges» // In: «Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects». 2010.
145. Ayres K., Belasen A.R., and Kutan A.M., "Does inflation targeting lower

- inflation and spur growth?," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 2, No. 36, 2014. pp. 373-388.
146. Mollik A et al., "Does Inflation Targeting Matter for Output Growth? Evidence from Industrial and Emerging Economies," World Bank , Policy Research Working Paper. № 4791, 2008.
 147. Thiessen G. Can a bank change? The evolution of Monetary Policy at the bank of Canada 1935-2000 17 October 2000.
 148. Taylor JB, "Discretion versus policy rules in practice," Stanford University, Center for economic policy research, 327, November 1992.
 149. Labonte M, "Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Issues for Congress," Congressional research service, June 18, 2015.
 150. Frankel J., Bergsten F., and Mussa M.L. Exchange Rate Policy // In: American Economic Policy in the 1980s. National Bureau of Economic Research, January 1994.
 151. Klein M., Mizrach , and Murphy R., "Has the Plaza Agreement Mattered?," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. Vol. 23, No. No. 4, Nov., 1991.
 152. Clift B., Tomlinson J., "Negotiating Credibility: Britain and the International Monetary Fund, 1956–1976," *Contemporary European History*, Vol. 17, No. 4, 2008.
 153. Пономарева Е.А., Божечкова А.В., and Кнобель А.Ю. Факторы экономического роста: научно-технический прогресс // In: Инновационная экономика: теория. Дело.
 154. Brito R., Bystedt B., "Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence," *Journal of Development Economics*., No. № 91., 2010.. pp. P. 198–210.
 155. Goncalves C.E., Salles J., "Infation targeting in emerging economies: What do the data say?," *Journal of Development Economics*, No. 35, 2008.
 156. Mishkin and Schmidt-Hebbel , "Does Inflation Targeting Make a Difference?," NBER, Working Paper. № 12876, 2007.
 157. Filho A.F. The regularity of Brazilian inflation // *Revista Brasileira de Economia*. 1994. Vol. 48. No. 4.