

РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ (СЛАВЯНСКИЙ) УНИВЕРСИТЕТ

М.А. ВОСКАНЯН

РЕЖИМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Учебно-методическое пособие

Ереван
Авторское издание
2009

РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ (СЛАВЯНСКИЙ) УНИВЕРСИТЕТ

М.А. ВОСКАНЯН

РЕЖИМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Учебно-методическое пособие

Ереван
Авторское издание
2009

УДК 336:338(07)

ББК 65.9(2)+65.9(2) – 1 я⁷
В 762

Издание рекомендовано Советом экономического факультета
ГОУ ВПО Российско-Армянского (Славянского) университета

Рецензент: Сандоян Э.М., д.э.н., профессор

Восканян М.А.

В 762 Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). – Ер.: Авторское издание, 2009. - 36 с.

Стабильность цен является одним из условий устойчивого экономического развития. Это положение получило признание у экономистов и легло в основу деятельности центральных банков. Эмпирически и теоретически доказано, что наличие развитого финансового рынка не позволяет увеличению денежного предложения отрицательно сказываться на уровне инфляции, поскольку финансовый сектор поглощает излишек денежного предложения, не позволяя тем самым последнему стать «пищей» для инфляции. Этим можно объяснить усложнение контроля над денежными агрегатами и, тот факт, что ставится под сомнение зависимость уровня инфляции от денежных агрегатов, по крайней мере, в краткосрочном периоде. В этой связи, в мире намечается тенденция выбора другой модели осуществления денежно-кредитной политики, нежели таргетирование денежных агрегатов или обменного курса. Большинство центральных банков мира отдает предпочтение режиму таргетирования инфляции.

В данной работе автором дана общая характеристика основных режимов монетарной политики, проведен межстрановой анализ, а также выявлены преимущества и недостатки каждого из рассмотренных режимов.

Данное учебно-методическое пособие является подразделом курса лекций по дисциплине «Деньги и финансовые рынки» и предназначено для студентов старших курсов экономических специальностей.

ББК 65.9(2)+65.9(2) – 1 я⁷

© М.А. Восканян, 2009г.

ISBN 978-9939-53-516-6

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Достижение оптимального уровня инфляции (не обязательно низкой) для данной конкретной экономики, при условии наличия хорошо развитых институтов финансового посредничества, может стать толчком для более эффективного экономического развития страны.

Следовательно, с точки зрения денежно-кредитной политики (далее д.к.п.), возникает острая необходимость выбора того режима д.к.п., которая не только позволила бы достигать низкой и стабильной динамики развития уровня инфляции, а также, в общем, способствовала долгосрочному экономическому развитию.

Перманентная цель монетарной политики может быть достигнута при использовании различных якорей д.к.п. Вместе с тем, при выборе того или иного режима необходимо выполнение определенных условий, которые позволяют добиться успеха в проведении д.к.п.

Режим монетарной политики представляет собой «совокупность правил и процедур воздействия со стороны центрального банка на способность денег выполнять их функции»¹. Основным условием того или иного режима денежно-кредитного регулирования является выбор промежуточного целевого ориентира или так называемого «номинального якоря». Таким якорем являются регулируемые Центральным банком страны показатели, которые относительно прямо зависимы от основного целевого ориентира.

«Выбор промежуточных целей д.к.п., или режима д.к.п., в наибольшей степени характеризует предпочтения органов финансовой политики, но, одновременно, в значительной мере зависит от текущих макроэкономических и институциональных условий и преобладающего канала денежной трансмиссии»².

На данный момент можно говорить о следующих основных существующих моделях д.к.п.:

- ◆ политика фиксированного или плавающего обменного курса (промежуточная цель – обменный курс национальной валюты);
- ◆ политика таргетирования денежного предложения (промежуточная цель – денежно-кредитные агрегаты);

¹ Eichengreen B. *Monetary Regime Transformations*. — New York: Oxford University Press. 1991. 86 p.

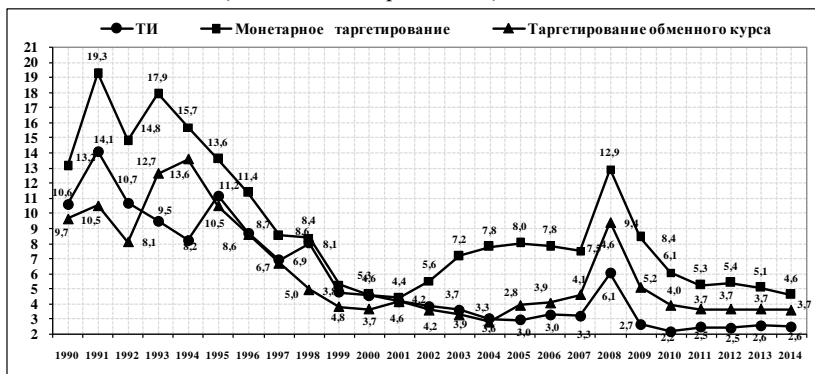
² McCallum, Bennett T., and Edward Nelson (1999b). "Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semi-Classical Structural Model." In John B. Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, Chicago: University of Chicago Press. 15–45.

- ◆ политика таргетирования номинального дохода (промежуточная цель – прирост номинального ВВП);
- ◆ политика ТИ (промежуточная цель отсутствует, поскольку совпадает с конечной целью – прогноз инфляции);
- ◆ не классифицируемые режимы д.к.п.³.

Эволюция режимов д.к.п. непосредственно связана с развитием и неизбежным усложнением процессов, происходящих в экономике и, соответственно, необходимостью ответной реакции со стороны д.к.п. в борьбе с колебаниями инфляции.

Первые два режима д.к.п. в свое время считались вполне эффективными для проведения д.к.п. Каждый из режимов имеет свои преимущества и недостатки, а также необходимые условия для реализации. Однако современная структура экономической системы не всегда позволяет, и тому есть множество примеров, достигать основной цели ЦБ, а именно, стабильного и низкого уровня инфляции, оставаясь приверженцем режимов денежного таргетирования и таргетирования обменного курса.

График 1. Уровень инфляции в странах, в зависимости от применения режима д.к.п. за 1990-2014гг (2007-2014гг.- прогноз ВС)⁴.



Как видно из графика 1, наиболее неудачным режимом д.к.п., с точки зрения достижения низкого и стабильного уровня инфляции,

³ Последняя группа подразумевает страны, которые прибегают к тому или иному якорю в проведении д.к.п. в зависимости от сложившейся ситуации.

⁴ World Bank: World Development Indicators, 2009 - <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>
Здесь и далее использованы последние данные, опубликованные Всемирным банком, датируемые 2007 годом.

является монетарное таргетирование и наиболее низкий уровень инфляции наблюдается в странах, применяющих режим таргетирования обменного курса. Однако, как будет показано ниже, такой вариант монетарной политики эффективен лишь в не долгосрочном периоде. Поэтому, в современной монетарной политике появился режим ТИ, который, фактически, упраздняя промежуточную цель, ставит на роль номинального якоря саму инфляцию. Выбор конкретной цели должен осуществляться с учетом особенностей экономики и стадии ее развития.

В целом можно сказать, что уровень инфляции в мире постепенно снижается, однако последние пять лет, в странах, применяющих режим денежного таргетирования и в странах, придерживающихся определенного номинального якоря наблюдается значительное повышение уровня инфляции, что позволяет сделать вывод о все большей несостоятельности проводимой д.к.п. в этих странах. Вместе с тем, страны, осуществляющие политику ТИ, отличаются более низкой и значительно стабильной динамикой уровня инфляции, чем во всех других рассмотренных странах.

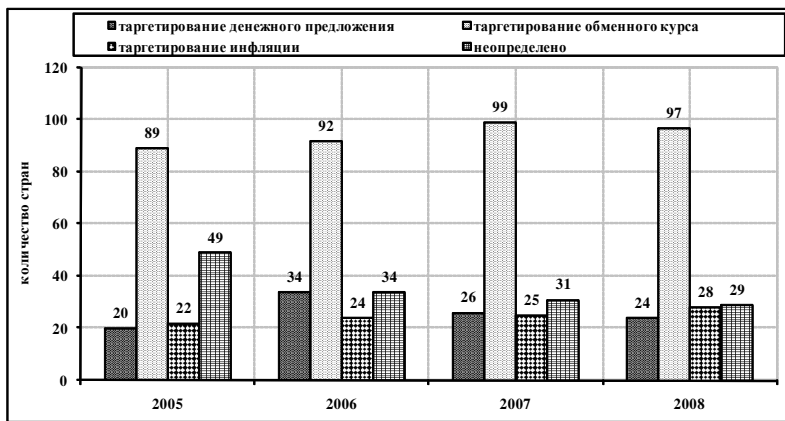
Более подробная классификация режимов д.к.п., предложена экспертами МВФ (Международный валютный фонд). Новая разработка исходит из двух классификационных признаков – характер номинального якоря (публично объявленная номинальная переменная, играющая роль цели политики) и его ясность (степень транспарентности цели и ответственности по обязательствам органов финансовой политики). МВФ выделяет следующие классы режимов:

- отсутствие денежно-кредитной автономии (невозможность эмиссии независимой валюты);
- фиксация валютного курса (различные варианты фиксации, включая валютные коридоры и ползучую⁵ привязку);
- полнофункциональное ТИ (четкое институциональное обязательство по достижению ориентира инфляции);
- неявный якорь ценовой стабильности (относительно неясное обязательство по поддержанию стабильных цен);
- облегченное ТИ (помимо инфляции целями политики выступают валютный курс, денежные агрегаты и пр.);

⁵ Примечание: Термин «ползучая привязка» подразумевает удержание со стороны ЦБ валютного курса в рамках определенного коридора, который в свою очередь не фиксируется, а может изменяться по усмотрению органов финансовой политики.

- слабый номинальный якорь (экономика находится в условиях «свободного падения», инфляция превышает 40%, что не позволяет определить якорь);
- денежный якорь (номинальным якорем служит денежный агрегат).

График 2. Монетарная политика в странах мира.



Согласно оценкам МВФ, за последнее десятилетие д.к.п. во всем мире претерпела значительные изменения. Число стран без денежно-кредитной автономии благодаря долларизации в Латинской Америке более чем удвоилось. Снижение общемировой инфляции привело к исчезновению стран со слабым якорем. Доля стран с фиксированным курсом уменьшилась с 50% до 25% в общей выборке. Почти все развитые страны в настоящее время используют полнофункциональное ТИ или опираются на неявный якорь ценовой стабильности. Развивающиеся страны постепенно сдвигаются от фиксированных курсов к облегченному инфляционному таргетированию.

Тем не менее, несмотря на все большую популярность режима ТИ, применение других режимов д.к.п. остается в практике многих стран мира. Такую тенденцию можно объяснить, во-первых, успешностью проведения той или иной политики в данной конкретной стране, и, во-вторых, при условии не совсем успешных результатов выбранной политики, невозможностью перехода на иной режим д.к.п.

2. ТАРГЕТИРОВАНИЕ ОБМЕННОГО КУРСА

Оптимальный выбор режима валютного курса для национальной экономики остается одним из главных неразрешенных вопросов международной политики. В конце прошлого века наибольшее число валютных кризисов наблюдалось в странах, придерживавшихся т.н. промежуточных режимов валютного курса. «Выбор между режимами гибкого и фиксированного обменного курса обуславливается природой шоков. При монетарных и конъюнктурных шоках предпочтительным представляется режим плавающего обменного курса. Искусственно поддерживаемые режимы обменных курсов следует применять при нестабильной денежно-кредитной политике внутри страны»⁶.

Выбор режима таргетирования обменного курса подразумевает ряд предпосылок, необходимых для возможности применения такой модели в денежно-кредитной политике данной страны. Такими предпосылками являются:

- достаточный уровень золотовалютных резервов;
- высокий объем товарооборота со страной, к валюте которой осуществляется привязка;
- схожий характер экономических шоков национальной экономики и экономики страны привязки;
- фактический отказ от собственной монетарной политики и принятие д.к.п. страны привязки;
- существенная корреляция между изменениями валютного курса и инфляцией в национальной экономике;
- наличие гибкой и эффективной фискальной политики;
- гибкость рынка труда;
- низкий уровень интеграции национальной экономики в международный рынок капитала.

Однако, несмотря на довольно простую структуру д.к.п. при модели таргетирования обменного курса, существует ряд отрицательных последствий, которые ставят под сомнение эффективность использования этого режима в монетарной политике страны. Перечислим основные из них.

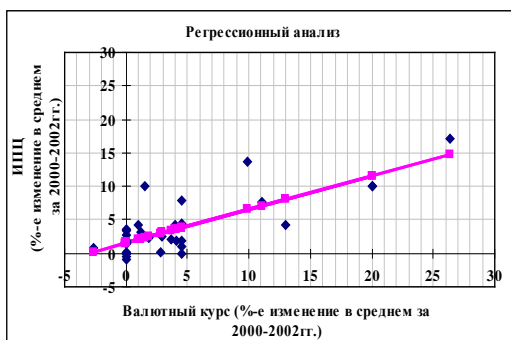
Во-первых, выбор такого режима фактически означает отказ от проведения собственной, независимой д.к.п., что, в свою очередь, лишает ЦБ возможности реагировать на внутренние экономические

⁶ Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках. С.Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. Москва, июль, 2003г. Стр.61

шоки. Во-вторых, осуществление политики таргетирования обменного курса может увеличить риск спекулятивных атак на национальную денежную единицу. К еще одному риску, сопутствующего таргетированию валютного курса можно причислить риск снижения конкурентоспособности отечественного экспортера и появление внешних дисбалансов. С другой стороны, фиксация курса, в какой то мере снижает риск для иностранных инвесторов, что может привести к чрезмерному кредитованию. И если банковская система страны в частности, и финансовый сектор в целом не достаточно развиты и стабильны, чрезмерно высокий уровень инвестиций может привести к определенным кризисам в финансовой сфере.

Чрезмерно длительное использование валютного курса в качестве номинального якоря д.к.п. может отразиться на повышении реального валютного курса, что, соответственно, может привести к валютному кризису. Наконец, привязка валюты страны к иностранной валюте и фактический отказ от автономной монетарной политики может снизить ответственность органов финансовой политики за проводимую политику.

График 3. Влияние колебаний валютного курса на рост инфляции в странах, применяющих политику фиксированного валютного курса (34 страны).



Показатели регрессии

Коэф. регрессии R	0.8
R квадрат	0.6
Скорректированный R квадрат	0.62
P-value	0.007
Кол-во наблюдений	34

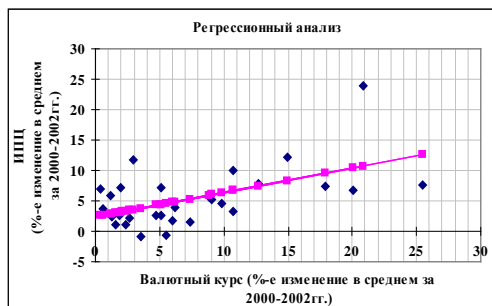
Тем не менее, ряд стран довольно успешно осуществляют политику таргетирования обменного курса и добиваются хороших результатов в достижении, как целей д.к.п., так и в повышении основных макроэкономических показателей. К числу таких стран можно отнести Болгарию, Эстонию, Литву (страны с переходной экономикой), Данию, Нидерланды, Гонконг (развитые страны), а также многие другие государства мира.

Несмотря на примеры стран, успешно осуществляющих политику фиксированного курса, необходимо отметить, что такая политика должна все же иметь временный характер и, что плавающий валютный режим более успешен.

Бытует такое мнение, что политика фиксированного курса способствует сдерживанию инфляции в стране. Это обусловлено тем, что фактически инфляция проецируется из страны привязки, которая, как правило, относится к развитым, а значит, не страдает высокими темпами инфляции. Соответственно инфляционные ожидания в реальном секторе и на финансовом рынке не высоки, что, в свою очередь, способствует низкому уровню инфляции.

Однако, данное утверждение, представляется нам не совсем верным. Проведенный нами анализ показал, что не всегда страна, применяющая политику фиксированного обменного курса, или его разновидность политику «коридора» отличается низким уровнем инфляции. Страны, применяющие политику фиксированного курса, действительно отличаются достаточно низким уровнем инфляции, за исключением некоторых отдельных случаев. С другой стороны, в странах, применяющих политику валютного коридора, уровень инфляции очень сильно различается по странам и во многих случаях достаточно высок. Страны, осуществляющие в качестве валютной политики режим плавающего курса, отличаются более стабильным разбросом, и достаточно низким уровнем инфляции.

График 4. Влияние колебаний валютного курса на рост инфляции в странах, применяющих политику «плавающего» валютного курса (30 стран).



Показатели регрессии

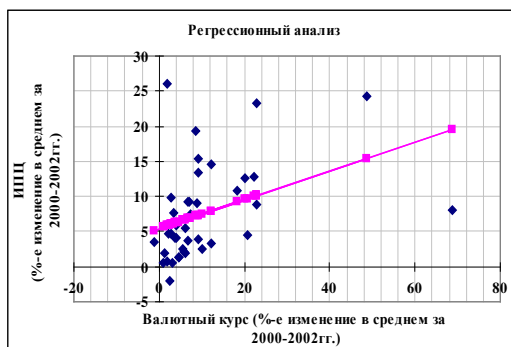
Коэф. регрессии R	0.6
R квадрат	0.30
Скорректированный R квадрат	0.3
P-value	0.04
Кол-во наблюдений	30

С другой стороны, в странах, применяющих политику фиксированного обменного курса, в соответствии с проведенным нами регрессионным анализом, существует наибольшая положительная связь между колебаниями валютного курса национальной валюты и ростом

инфляции (коэффициент корреляции 0.8, $R^2 = 0.62$, значимость на уровне 1%, см. график 3), и изменение валютного курса страны в большей степени отражается на инфляции, чем в случаях применения других валютных режимов. В таких странах также присутствует положительная связь между колебаниями валютного курса и инфляцией, однако, в меньшей степени (см. график 4 и 5).

Политика плавающего валютного режима формируется в определенной степени свободно, в соответствии с законом спроса и предложения. Режим плавающего режима обменного курса позволяет поддерживать конкурентоспособность и дает возможность органам финансовой политики быстро реагировать на внешние и внутренние шоки в экономике. Однако для малой и открытой экономики при проведении политики плавающего обменного курса существует опасность того что, несколько крупных сделок могут подорвать экономическую стабильность страны.

График 5. Влияние колебаний валютного курса на рост инфляции в странах, применяющих политику управления валютного курса в пределах определенного коридора (40 стран).



Показатели регрессии

Коэф. регрессии R	0.4
R квадрат	0.15
Скорректированный R квадрат	0.1
P-value	0.0
Кол-во наблюдений	40

В связи с некоторой неопределенностью, присущей данному режиму, экономика страны может стать не совсем привлекательной для иностранных инвесторов, а с другой стороны может привлечь большие потоки спекулятивного капитала, что может, в свою очередь, подорвать финансовую и экономическую стабильность страны. Иными словами, «режим плавающего обменного курса эффективен для корректировки платежного баланса в случае неравновесного состояния. Отметим также, что риск, связанный с неопределенностью валютного курса, приводит к увеличению рисков для иностранных торговых партнеров и инвесторов, что уменьшает объем внешней торговли и иностранных

инвестиций, а также приводит к большей нестабильности в целом и более высокой инфляции по сравнению с режимами фиксированных обменных курсов»⁷.

При осуществлении политики плавающего обменного курса, существует опасность недобросовестного использования колебаний курса со стороны правительства, что, несомненно, приведет к подрыву доверия субъектов рынка.

Использование данного режима наиболее эффективно в условиях слабой развитости международных коммерческих связей, т.е., когда состояние производства не находится в большой зависимости от внешней торговли. «Гибкий обменный курс, независимая д.к.п. и свобода перемещения капитала также не могут быть совместны, по крайней мере, для стран со слабо развитыми внутренними рынками. Для таких стран рекомендуется выбор между с одной стороны, плавающим обменным курсом с некоторыми ограничениями на свободу передвижения капитала и некоторой автономией денежной политики, и, с другой стороны, фиксированным обменным курсом, отсутствием ограничений на передвижение капитала, но потерей автономности д.к.п.»⁸.

Сторонники гибких обменных курсов утверждают, что этот режим более эффективен для корректировки платежного баланса в случае неравновесного состояния. Плавающий обменный курс позволяет придти к равновесию также и на внутренних рынках. С другой стороны, неопределенность плавающего валютного курса приводит к увеличению рисков иностранных вложений в экономику, что уменьшает объем внешней торговли и иностранных инвестиций, а также вызывает большую нестабильность в целом и более высокую инфляцию по сравнению с режимами фиксированных обменных курсов.

Наконец, «плавающий обменный курс в высоко долларизованных экономиках становится слишком чувствительным к изменению ожиданий»⁹.

Несмотря на то, что введение плавающего курса требует развитых финансовых рынков, многие страны все же перешли на режим плавающего обменного курса, что было обусловлено

⁷ Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках. С.Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. Москва, июль, 2003г. Стр.69

⁸ Cooper, R. (1999) Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University.

⁹ Berg A., E. Borenstein (2000) "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", IMF Working Paper, 29.

неуравновешенностью платежного баланса, отсутствием достаточных золотовалютных запасов, для поддержания фиксированного курса или другими причинами.

На графике 6 отражены основные макроэкономические показатели в странах, применяющих режим фиксированного курса и режим плавающего обменного курса. Как наглядно видно из рисунка, подушевой доход населения в странах с режимом фиксированного курса намного ниже, чем в странах практикующих политику плавающего курса. Таким образом, с точки зрения достижения высоких темпов экономического развития выбор модели таргетирования обменного курса на наш взгляд не достаточно эффективен.

График 6. Основные макроэкономические показатели в странах, применяющих политику фиксированного обменного курса (33 страны) и в странах, осуществляющих политику плавающего курса (31 страна), (в среднем по странам в 1990- 2006гг.)¹⁰.



Уровень инфляции, в странах, применяющих политику плавающего курса, несколько выше, чем в странах, фиксирующих национальную валюту. Однако, в странах, применяющих политику плавающего валютного курса наблюдается более стабильное поведение инфляционных процессов, чем в странах, фиксирующих курс. Это можно объяснить тем фактом, что эти экономики более подвержены внутренним шокам, поскольку фактически не имеют возможности проводить автономную д.к.п..

Что касается, экономического роста, то можно утверждать, что и в тех и в других странах он находится почти на одном и том же уровне.

¹⁰ Источник статистических данных: World Bank: World Development Indicators, 2008

Тем не менее, более качественный показатель развитости экономики, ВНД на душу населения показывает, что в среднем в странах, фиксирующих курс, подушевой доход ниже чем в странах, придерживающихся политики плавающего курса.

К числу других преимуществ более гибких режимов валютной политики перед фиксацией национальной валюты, можно отнести статистику оборотов валютных рынков. Как показывают исследования Ч.Карачадаг, Р.Дуттагупта, Г.Фернандес и Ш.Ишии «В странах с менее гибкими (или неизменными) режимами оборот валютных рынков сократился, а в странах с формирующимся рынком, применяющих более гибкие валютные курсы, - увеличился»¹¹.

Как бы там ни было, мировые тенденции развития валютной политики показывают все большую приверженность стран к политике плавающего обменного курса, чему способствует также все большая популярность политики ТИ в денежно-кредитном регулировании стран, которая, в свою очередь, требует наличия свободно плавающего курса национальной валюты.

3. ТАРГЕТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ

Другой разновидностью режима д.к.п. является, так называемое «монетарное таргетирование» или таргетирование денежного предложения. Суть режима состоит в использовании в качестве промежуточного целевого ориентира различных агрегатов денежной массы или денежной базы.

Целесообразность применения такого режима объясняется, прежде всего, монетарной (хоть и в долгосрочном периоде) природой инфляции. Поэтому, если в данной конкретной стране существует прямая зависимость между приростом денежной массы и инфляцией, то, используя прогнозы ВВП и учитывая прочие факторы, становится возможным устанавливать такие ориентиры по приросту денежной массы, которые позволят достичь заданного уровня инфляции в прогнозируемом периоде.

Таким образом, возможность применения режима «монетарного таргетирования» в денежно-кредитной политике страны должна быть обусловлена стабильным и долгосрочным спросом на деньги, с помощью которого станет возможно установить зависимость между ростом денежной массы и инфляцией (учитывая при этом прочие

¹¹ От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу. Ч.Карачадаг, Р.Дуттагупта, Г.Фернандес и Ш.Ишии. Финансы & развитие декабрь 2004. стр.21

факторы, влияющие на общий уровень цен в долгосрочном периоде). Однако, как показывает опыт, если в развитых странах такой спрос на деньги существует, то в переходных экономиках спрос на деньги нестабилен и трудно прогнозируем, что осложняет применение «монетарного таргетирования» в странах с экономикой переходного периода.

«Для успешного достижения первичных целей необходимо, чтобы в экономике существовала надежная взаимосвязь между целевой переменной (инфляцией) и таргетируемым агрегатом. Однако, все переходные экономики сталкиваются с проблемой нестабильного спроса на деньги, поэтому взаимосвязь между денежными агрегатами и инфляцией слаба, и денежное таргетирование будет работать»¹².

Кроме того, применение таргетирования денежных агрегатов в странах с экономикой переходного периода затрудняется отсутствием достаточного инструментария у ЦБ для регулирования денежного предложения.

Преимуществом таргетирования денежного предложения можно считать тот факт, что в отличие от таргетирования обменного курса, «монетарное таргетирование» позволяет органам финансовой политики иметь возможность отвечать на внутренние экономические шоки.

Одним из минусов режима «монетарного таргетирования» является невозможность быстрого достижения низкого уровня инфляции, поскольку действия ЦБ, направленные на регулирование денежного предложения будут иметь результат лишь через какое-то, зачастую достаточно длительное, время (временной лаг).

Кроме того, в качестве недостатка «монетарного таргетирования» можно считать тот факт, что «в условиях сохраняющейся умеренной инфляции денежное таргетирование мгновенно приводит к высоким издержкам, связанным со снижением экономической активности и резким ростом процентных ставок. Если номинальное предложение денег неизменно и при этом цены жестки по отношению к снижению, то реальное денежное предложение сокращается, что вызывает рост процентных ставок. Это в свою очередь, приводит к падению общего выпуска»¹³.

Добавим, что как показывает опыт многих стран, несмотря на то, что в определенный промежуток истории экономики денежные

¹² De Broeck, M., K. Krajnyak, H. Lorie (1997) "Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Former Soviet Union", IMF Working paper, 97/108.

¹³ Sahay, R., C. Vegh (1995) "Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications", IMF Working paper, 95/96.

агрегаты стали основным инструментом монетарной политики, «монетарное таргетирование» не позволило достичь хороших результатов в борьбе с инфляцией. «Анализ международного опыта показывает, что таргетирование денежных агрегатов является рецессионным в развитых странах, то есть приводит к снижению темпов роста реального агрегированного выпуска. Так, ужесточение денежной политики в США и Великобритании в конце 1970-ых–начале 1980-ых действительно привело к снижению инфляции, но достигнуто это было ценой увеличения безработицы и снижения темпов роста»¹⁴.

Сегодня все больше представителей научной экономической мысли сходятся во мнении, что эффективность монетарного таргетирования уступает эффективности ТИ. Как пишет С.Р. Моисеев в своей монографии «Инфляционное таргетирование»: «Эталоном денежного таргетирования считается политика, проводимая немецким Бундесбанком. Однако в период с 1995 по 1998гг. центральный банк только в 54% случаев достиг поставленных целей. В среднем доля успешных случаев достижения целевого ориентира в странах, придерживающихся инфляционного таргетирования более десяти лет, составляет 88%».

4. ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Сегодня все больше стран осуществляют переход на режим ТИ. «Отличительной чертой политики ТИ является ее гибкость и толерантность по отношению к способам достижения конечной цели, что позволяет ей не стать заложником определенной экономической теории»¹⁵.

Режим ТИ обладает некоторыми преимуществами по сравнению с другими режимами д.к.п. Во-первых, целевой показатель инфляции в качестве номинального якоря, в определенной степени, определяет инфляционные ожидания. Режим ТИ дает возможность осуществлять автономную монетарную политику, которая позволяет органам финансовой политики сосредоточиться на внутренних вопросах страны и использовать имеющиеся под рукой инструменты, чтобы отвечать на экономические шоки. Режим ТИ не предполагает стабильной корреляции между денежными агрегатами и уровнем инфляции. Высокая степень прозрачности проводимой д.к.п. при режиме ТИ

¹⁴ Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального обменного курса, Кадочников П.А., Москва, Май 2001 г., стр.15-16

¹⁵ Таргетирование инфляции: международный опыт и Россия. А.А. Хандруев (общ. руководство), Д.В.Левченко, Москва, 2000, ст.6.

повышает доверие общества к органам финансовой политики, и тем самым во многом способствует успешному осуществлению монетарной политики страны, поскольку последняя сопровождается поддержкой со стороны общества.

Кроме того, важно отметить, что целевой ориентир инфляции в качестве номинального якоря более понятен обществу, чем, к примеру, денежные агрегаты при таргетировании денежного предложения.

Несмотря на всю привлекательность ТИ, оно, тем не менее, обладает рядом недостатков, которые также следует отметить.

В качестве одного из таких недостатков считается слишком большая сосредоточенность д.к.п. на достижении целевого ориентира (инфляции), что может быть чревато частичным игнорированием со стороны ЦБ других макроэкономических показателей (например, ВВП, уровня безработицы и т.д.).

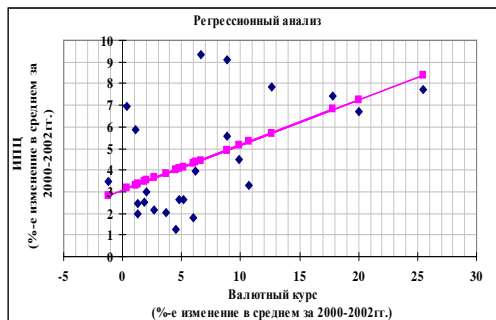
Тем не менее, опыт стран, применяющих модель ТИ, показывает высокие темпы экономического роста, уровня производительности и вообще улучшение большинства макроэкономических показателей в целом. Наиболее ярким примером улучшения основных макроэкономических показателей является Колумбия. Средний уровень инфляции в Колумбии до введения режима ТИ составлял 23,5%, а после 8,6%. В Венгрии также произошло резкое снижение уровня инфляции, где средний уровень инфляции до введения режима ТИ составлял 21,1%, а после – 7,2%. Применение модели ТИ в денежно-кредитной политике страны также отразилось на других макроэкономических показателях. Так, если до введения режима в Казахстане рост ВВП составлял -3,4%, то после, экономический рост уже составил 11,7%. В целом по странам отмечается повышение уровня дохода на душу населения.

Впервые модель ТИ была использована в практике д.к.п. в Новой Зеландии. Затем ее примеру последовали Канада, Великобритания и другие развитые страны. В последние годы, развивающиеся страны и страны с переходной экономикой начали внедрение режима ТИ.

Режим ТИ предполагает режим плавающего курса. А это, в свою очередь, может привести к слишком резким колебаниям обменного курса, чреватых нестабильностью в финансовой системе стран⁷ и ⁸, в тех странах, которые практикуют применение режима ТИ в денежно-кредитной политике, инфляция меньше подвержена влиянию колебаний валютного курса (коэффициент корреляции 0,5, $R^2 = 0,30$, значимость на уровне 1%), чем в тех странах, которые реализуют другие режимы

д.к.п. (коэффициент корреляции 0.7, $R^2 = 0.54$, значимость на уровне 1%).

График 7. Влияния колебаний валютного курса на инфляцию в странах, применяющих режим ТИ.

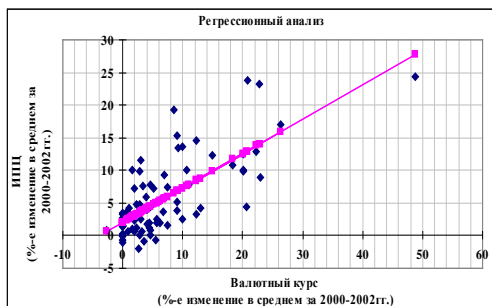


Показатели регрессии

Коэф. регрессии	0.5
R	
R квадрат	0.30
Скорректированный	0.3
ый R квадрат	
P-value	0.0
Кол-во наблюдений	23

Наконец, режим ТИ иногда называют лишенным гибкости, поскольку предполагает жесткое следование целевому ориентиру, и возможно лишает тем самым органы финансовой политики возможности более удачно реагировать на экономические шоки. Однако, на этот счет существует и другое мнение, которое характеризует режим ТИ скорее как «ограниченная свобода действий»,¹⁶ нежели как негибкое правило.

График 8. Влияния колебаний валютного курса на инфляцию в странах, не применяющих модель ТИ.



Показатели регрессии

Коэф. регрессии R	0.7
R квадрат	0.54
Скорректированный	0.5
R квадрат	
P-value	0.0
Кол-во наблюдений	79

¹⁶ Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., Posen, A. S. (1999) "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton, N J: Princeton University Press.

Опыт стран, использующих ТИ в проведении своей д.к.п., показывает, что выбор в качестве номинального якоря саму инфляцию, минуя промежуточные цели (будь то валютный курс или различные денежные агрегаты), на сегодняшний день наиболее эффективный способ в достижении стабильной и низкой инфляции в стране. Уровень инфляции в странах, применяющих ТИ, как правило, ниже, чем в странах, практикующих иной режим д.к.п. (см. графике 9). Режим ТИ предусматривает определенные предпосылки и необходимые условия для внедрения. Таковыми являются:

1. транспарентность осуществляемой д.к.п. для общественности и частного сектора;
2. публичное провозглашение целевого ориентира для инфляции и ответственность ЦБ или других представителей власти за достижение объявленной цели;
3. возможность использования всех доступных ЦБ инструментов для достижения целевого ориентира;
4. наличие эффективного инструментария у ЦБ для построения прогностических моделей поведения инфляции;
5. хорошо развитые институты финансового рынка;
6. обеспечение независимости ЦБ от правительства, при этом необходима согласованность в осуществлении денежно-кредитной и фискальной политике.

График 9. Рост инфляции в среднем в странах, применяющих режим ТИ (22 страны) и в странах, применяющих другую модель д.к.п. (85 стран). (ИПЦ, %, 1995-2007гг.)¹⁷



¹⁷ Источник статистических данных: World Bank: World Development Indicators, 2008

Суть ТИ состоит в следующем: «ЦБ прогнозирует предстоящую динамику инфляции; прогноз сравнивается с целевыми значениями инфляции, которые желательно достигнуть; разница между прогнозом и целью говорит, насколько должна быть скорректирована д.к.п. Инфляционное таргетирование означает, что органы финансовой политики устанавливают плановый уровень инфляции и используют все средства, чтобы его достигнуть»¹⁸.

Таблица 1. Целевой инфляционный ориентир д.к.п. стран, применяющих модель ТИ (по состоянию на 2008г).

<i>Страна</i>	<i>Целевой ориентир</i>	<i>Показатель инфляции</i>
Австралия	2-3%	ИПЦ
Канада	1-3%	ИПЦ
Финляндия	2%	ИПЦ
Исландия	2.5%	ИПЦ
Новая Зеландия	1-3%	ИПЦ
Норвегия	2.5+/- 1%	ИПЦ
Швеция	2+/-1%	ИПЦ
Великобритания	2%	Очищенный ИПЦ
Израиль	1-3%	ИПЦ
Евросоюз	2%	ИПЦ
Бразилия	4.5±2%	Очищенный ИПЦ
Чили	3±1%	Очищенный ИПЦ
Колумбия	3.5- 4.5%	Очищенный ИПЦ
Чехия	2 - 4%	ИПЦ
Венгрия	3%	ИПЦ
Южная Корея	3.0±0.5%	Очищенный ИПЦ
Мексика	3%	ИПЦ
Перу	1-3%	Очищенный ИПЦ
Филлипины	3,5±1	ИПЦ
Южная Африка	3-6%	ИПЦ
Польша	2.5±1%	ИПЦ
Таиланд	0 - 3.5%	Очищенный ИПЦ
Казахстан	5,0-7,0%	ИПЦ
Индонезия	11,5-12,5%	ИПЦ
Армения	4.5±1%	Очищенный ИПЦ

¹⁸ «Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы». Моисеев С., «Вопросы экономики» №9, 2000. стр. 89.

Первая задача при переходе на режим ТИ – это определение целевого ориентира. В зависимости от степени развитости экономики, а также в зависимости от имеющегося уровня инфляции, ЦБ стран принимали различные решения по выбору целевого ориентира для инфляции. Целевой ориентир может представлять собой как коридор (например, от 0 до 3 %), так и фиксированную точку (например, 1.5%). Большинство стран предпочитают устанавливать определенный якорь (например, 2%) с отклонением в 1 единицу в положительную и отрицательную сторону. Так, в Норвегии целевой ориентир для инфляции выбран в следующих пределах - 2.5%+/- 1%; в Швеции - 2%+/-1%. В странах с экономикой переходного периода и в развивающихся странах такой подход более распространен: в Венгрии - 4 ±1; в Польше - 2.5±1. Коридор может быть выбран шире, как было сделано в Бразилии - 4.5±2.5.

Некоторые страны предпочли не указывать центральную точку коридора целевого ориентира для инфляции. Так в Канаде и в Чехии целевым ориентиром объявлен уровень инфляции от 1% до 3%, а в Новой Зеландии от 0% до 2%. Есть также страны, которые выбрали в качестве номинального якоря для инфляции фиксированную точку. В Перу таким целевым ориентиром является 1.5%; в Мексике – 3%; в Исландии и в Великобритании - 2.5% (см. таблицу 1).

При определении целевого ориентира важно также учитывать имеющийся уровень инфляции. Если такой уровень слишком далек от желаемого, то ЦБ принимает решение об объявлении промежуточного периода и промежуточной цели, в течение которого будет достигнут необходимый уровень инфляции. В случае, когда такой уровень инфляции уже достигнут, то он непосредственно объявляется целевым ориентиром для инфляции (см. рисунок 1).

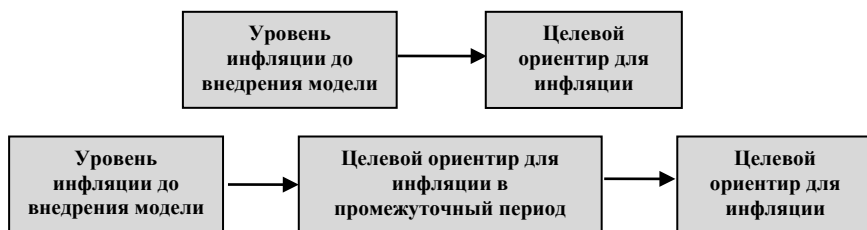


Рис. 1. Этапы определения целевого ориентира для инфляции.

Объявление целевого ориентира недостаточно для того, чтобы считалось, что страна применяет режим ТИ. Важно достижение

объявленного ориентира либо разумное и убедительное объяснение некоторых отклонений от определенного якоря. Некоторые страны законодательно допускают некоторые отклонения от объявленной цели, однако есть страны, например в Новой Зеландии, где такое отклонение недопустимо. По этой причине большинство стран выбирают в качестве целевого ориентира не фиксированную цель, а некоторый коридор, чтобы облегчить задачу по попаданию в цель. Однако такая позиция рискует подорвать доверие со стороны общества и бизнеса к политике ЦБ. Кроме того, доверие может подорвать также частое не достижение номинального якоря, что чревато серьезными последствиями для осуществления д.к.п., поскольку доверие со стороны общества к ЦБ является очень существенным атрибутом при применении режима ТИ. Тем не менее, большая часть стран не всегда обеспечивает безукоризненное попадание в цель.

Определение целевого ориентира предполагает, прежде всего, выбор того индекса цен, который будет взят за основу при определении инфляции в данной экономике. Проблема состоит в том, что в некоторых случаях на уровень инфляции могут влиять определенные экономические явления, которые не могут быть регулируемы ЦБ. Выходом в такой ситуации может стать выбор так называемого очищенного индекса. Однако при таком исходе есть вероятность того, что выбранный индекс будет слишком сильно отличаться от существующего уровня инфляции в экономике и, соответственно, не будет понят общественностью.

В качестве очищенного или скорректированного индекса цен используют так называемую «базовую инфляцию» или «ядро инфляции». Относительно методики расчета этого показателя существует множество споров, поскольку пока нет единого способа расчета и оценки «базовой инфляции».

«Базовая инфляция» представляет собой индекс, оценивающий динамику инфляции в определенном (обычно долгосрочном) периоде, которая обусловлена исключительно внутренними факторами и не учитывает временные шоки потребительского рынка. При расчете данного показателя считается целесообразным опираться на индекс потребительских цен, поскольку именно «потребительская инфляция» является основной целью монетарной политики ЦБ.

Большинство стран мира рассчитывают показатель «базовой инфляции», преследуя те или иные цели. Ниже приводится обобщение основных методик:

➤ Метод «исключения» – представляет собой исключение из сводного индекса потребительских цен определенный набор цен на

определенную продукцию, которая варьирует от страны к стране в зависимости от специфики данной экономики и конъюнктуры рынка. Среди специалистов данный метод признается наиболее простым в расчете и доступным для общественности. Однако, наряду с простотой, метод исключения имеет определенные недостатки. Поскольку товары из общего списка ИПЦ исключаются на интуитивном уровне, это увеличивает риск потери необходимой информации. В этой связи, такой подход к выборочному исключению товаров, тем более, если речь идет о товарах или услугах первой необходимости, приведет, так или иначе, к недоверию со стороны общественности к выбранному показателю базовой инфляции и, как результат, к политике органов финансовой политики.

➤ Метод «усеченного среднего» - исключаются все экстремальные значения, и расчет базируется только на типичных ценовых изменениях для данного периода. Таким образом, «базовая инфляция» рассчитанная по методу усеченного среднего представляет собой взвешенное среднее с уменьшенными либо приравненными к нулю весами экстремальных ценовых изменений.

➤ Метод «взвешенной медианы» - в расчет берутся медианные ценовые относительные субкомпоненты сводного ИПЦ (Индекс потребительских цен), причем используются все компоненты ИПЦ без исключения.

Так или иначе, большинство стран, практикующих режим ТИ в качестве индекса цен используют ИПЦ. Некоторые страны очищают ИПЦ от цен на некоторую продукцию (в Таиланде - цены на продукты питания и энергию; в Колумбии - цены на сельскохозяйственную продукцию, общественные услуги и транспорт; в Канаде – проценты по закладным, косвенные налоги, цены на еду, энергоносители; в Финляндии - проценты по закладным, косвенные налоги; в Австралии - цены на еду, энергоносители).

Объявление целевого ориентира в различных странах осуществляет либо ЦБ, либо правительство, либо совместно. Частота публикации отчетов о проведении д.к.п. варьируется от ежеквартального до ежегодного, в зависимости от специфики экономики данной страны.

Отличительной особенностью режима ТИ можно назвать трансмиссионные каналы, которые используются при осуществлении д.к.п.. При осуществлении политики ТИ доминирующее положение занимает наличие у органов финансовой политики достаточного инструментария для построения модели прогнозирования инфляции,

которая позволила бы последним строить свою дальнейшую политику, то есть определять целевой ориентир на выбранный период времени.

Основой при построении такой модели прогнозирования является определение основных трансмиссионных каналов данной экономики, с помощью которых определенные переменные имеют воздействие на уровень инфляции. Когда такие переменные определены и им дана конкретная количественная оценка, становится возможным построение эффективной модели прогнозирования.

На пути к переходу на ТИ, как уже было отмечено, наиболее важное значение имеет успешное построение объективной и эффективно действующей модели денежной трансмиссии экономики, которая бы позволила строить достоверные прогнозы в краткосрочной перспективе.

Опыт стран, применяющих режим ТИ, различен. Это связано с тем, что каждая страна при переходе на режим ТИ имела различные стартовые условия, однако можно утверждать, что причина перехода к ТИ во всех случаях одинакова, и состоит в неэффективности применяемых ранее режимов. Кроме того, необходимо отметить, что есть существенная разница между развитыми странами, решивших перейти на режим ТИ и развивающимися странами.

Опыт развитых стран в осуществлении ТИ достаточно успешен. Как правило, после применения политики инфляционного таргетирования в этих странах наблюдается увеличение подушевого дохода и снижение темпов инфляции (см. график 10 и 11).

График 10. ВВП на душу населения в развитых странах в среднем до и после введения таргетирования инфляции (по состоянию на 2008 год).

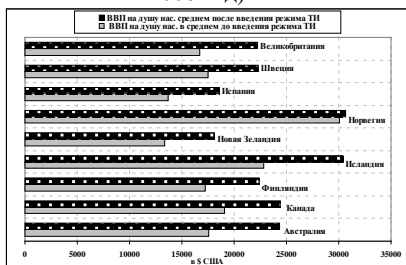
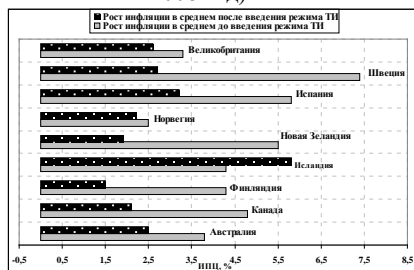


График 11. Рост ИПЦ (%) в развитых странах в среднем до и после введения таргетирования инфляции (по состоянию на 2008 год).



Что касается достижения инфляционного ориентира, то в целом можно сказать, в развитых странах не наблюдается серьезных отклонений от установленных номинальных якорей. Наилучший

пример показывает Канада. Здесь за 16 лет инфляционный показатель только раз выходит из рамки целевого ориентира, и то в сторону снижения. В Новой Зеландии также стабильная динамика.

Незначительные сдвиги наблюдались в 1995-1999гг. В 2008 году инфляция составляла 4,23 % , что на 1,23 % выше верхней нормы установленного ориентира.

Опыт Швеции менее успешен, но в целом можно сказать, что в большинстве случаев денежные власти все же достигали установленного целевого ориентира. В Испании в отличие от других стран, рассмотренных нами, практически не достигается целевой ориентир монетарной политики. Отметим, что в Испании в качестве целевого ориентира выбран не коридор, а точка, что, безусловно, осложняет достижение поставленной инфляционной цели.

Наконец, опыт Австралии показывает, что, несмотря на некоторые отклонения от целевого ориентира инфляции в первые годы таргетирования, можно сказать, что за последние годы монетарные власти сумели достигнуть некоторой стабильности в динамике инфляционных процессов. Подытожив, отметим, что большинство развитых стран в качестве целевого ориентира монетарной политики выбирают довольно низкие показатели (1-3%), таргетируя инфляцию используют основной показатель Индекс Потребительских Цен (далее ИПЦ) и в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики используют операции на рынке ценных бумаг.

Несмотря на очень удачные примеры осуществления политики ТИ в развитых странах, а также в некоторых развивающихся странах, среди представителей экономической науки все же бытует мнение о том, что режим ТИ не совсем применим к переходным экономикам. Такое мнение, прежде всего, основано на том, что развивающиеся страны и страны с переходными экономиками не обладают теми минимальными предпосылками, необходимыми для осуществления политики ТИ (развитая финансовая система, необходимый инструментарий у ЦБ и т.д.).

Одним из главных недостатков переходных и развивающихся экономик, зачастую, в качестве доминирующей политики выступает фискальная, и что еще хуже, монетарная политика, которая, в свою очередь, бывает, зависима от фискальной, что выражается в покрытии бюджетного дефицита средствами ЦБ. «Переходные экономики оказываются более чувствительными не только к шокам, как внутренним, так и внешним, но и к действиям властей, пытающихся эти шоки нейтрализовать. Несогласованные решения монетарной и фискальной политики могут обернуться долгим и болезненным

процессом перехода к рынку»¹⁹. Такое положение дел недопустимо при политике ТИ, поскольку последняя требует полной независимости д.к.п., но в то же время, высокой степени согласованности с проводимой фискальной политикой в стране.

Еще одним препятствием на пути к осуществлению политики ТИ в развивающихся странах и странах с переходными экономиками является наличие высокого уровня инфляции. Страны, страдающие 30-40% инфляцией в год не будут иметь возможности строить объективные и достоверные прогностические модели по достижению желаемого уровня инфляции. Поэтому, прежде всего, необходимы стабилизационные меры по снижению уровня инфляции до допустимого и только после этого возможно успешное введение режима ТИ.

Другой проблемой можно считать степень доверия населения к органам финансовой политики страны. В развивающихся странах и переходных экономиках такое доверие либо находится на очень низком уровне либо вообще отсутствует.

Режим ТИ инфляции требует хорошо развитой финансовой системы, поскольку именно благодаря операциям на открытом финансовом рынке ЦБ имеет возможность достигать желаемого целевого показателя наилучшим образом. Отсутствие достаточно развитых финансовых институтов в стране делает осуществление политики ТИ почти невозможным, поскольку ЦБ не обладает достаточным инструментарием для осуществления монетарной политики. Можно утверждать, что именно развитая финансовая система является ключевым пунктом успешности осуществления политики ТИ. Таким образом, этот факт также является препятствием к эффективной реализации политики ТИ в развивающихся экономиках.

Тем не менее, в настоящее время не мало развивающихся стран таргетирующих инфляцию. Обратимся к опыту таких стран.

Прежде всего, отметим, что в отличие от развитых стран, развивающиеся страны используют не полнофункциональное инфляционное таргетирование, и лишь облегченную версию ТИ.

Опыт развивающихся стран в осуществлении политики инфляционного таргетирования намного более разнообразен. В целом, также как и в случае развитых стран, здесь наблюдается тенденция улучшения основных макроэкономических показателей.

¹⁹ Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках. С.Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. Москва, июль, 2003г. стр.45.

Отметим, что если в случае развитых стран, которые переходили на режим ТИ уже со стабильными макроэкономическими показателями, то опыт развивающихся стран в большинстве своем характеризуется нестабильной и высокой инфляцией, а также довольно низкими показателями экономического роста и подушевого дохода.

Тем не менее, наиболее ярким примером улучшения основных макроэкономических показателей является Колумбия. Средний уровень инфляции в Колумбии до введения режима ТИ составлял 23,5%, а после 8,6%. В Венгрии также произошло резкое снижение уровня инфляции, где средний уровень инфляции до введения режима ТИ составлял 21,1%, а после – 7,2%. Применение модели ТИ в денежно-кредитной политике страны также отразилось на других макроэкономических показателях. Так, если до введения режима в Казахстане рост ВВП составлял -3.4%, то после, экономический рост уже составил 11,7%. В целом по странам отмечается повышение уровня дохода на душу населения.

График 12. ВВП на душу населения в развивающихся странах в среднем до и после введения таргетирования инфляции (по состоянию на 2008г.).

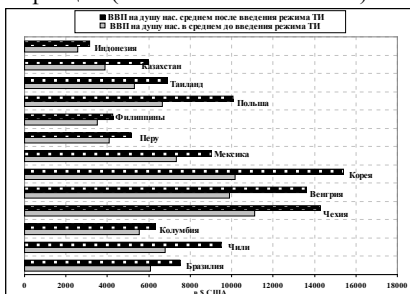
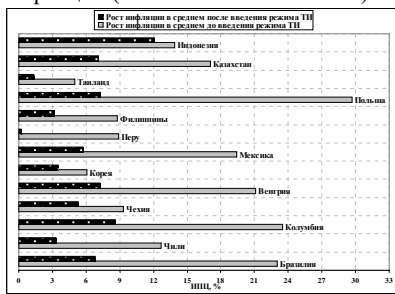


График 13. Рост ИПЦ (в %) в развивающихся странах в среднем до и после введения таргетирования инфляции (по состоянию на 2008г.).



Тем не менее, с точки зрения достижения целевого ориентира денежно-кредитной политики успехи монетарных властей в развивающихся странах далеки от идеала. Здесь, прежде всего, следует отметить, что из рассмотренных нами стран, за исключением Колумбии и Венгрии все остальные страны с развивающейся экономикой используют в качестве номинального якоря очищенный показатель ИПЦ, что в определенной степени искажает реальную картину.

В этой связи судить об успешности денежно-кредитной политики довольно сложно. Нам представляется, что дабы установить

истинные инфляционные процессы в этих странах следует рассмотреть основной показатель ИПЦ.

График 14. Основные показатели финансового рынка в странах, применяющих политику ТИ и в странах, практикующих иной режим д.к.п. (1990-2007гг.).²⁰



Целевые ориентиры развивающихся в первую очередь отличаются нестабильностью, довольно большим коридором таргетирования, а также сильно отличаются от реальных показателей инфляции в экономике.

График 15. Показатели уровня монетизации (M2/ВВП, %) в странах, применяющих политику ТИ (24 страны) и в странах, практикующих иной режим д.к.п. (149 стран), (ежегодно, в %, 1990-2007гг.).²¹



²⁰ Источник статистических данных: World Bank: World Development Indicators, 2008

²¹ Источник статистических данных: World Bank: World Development Indicators, 2008

Таким образом, сравнивая результаты эффективности денежно-кредитной политики в развитых и развивающихся странах, мы приходим к выводу, что полноценное осуществление политики инфляционного таргетирования возможно только в рамках развитой экономики.

Итак, как показывает опыт стран, и ход истории экономической мысли, в настоящее время большинство стран предпочитают перейти на режим ТИ. Это можно объяснить с одной стороны неудачами в достижении намеченных ориентиров других режимов монетарной политики, а с другой стороны достаточно высокими показателями общего макроэкономического развития стран, применяющих ТИ.

Вместе с этим, необходимо отметить, что, как это было подробно описано в предыдущем параграфе, сама возможность использования в качестве режима д.к.п. политику ТИ, уже предполагает достаточно высокие показатели развитости экономики. Иными словами, не всякая экономика может претендовать на осуществление политики ТИ.

График 16. Темпы роста ВВП в среднем по странам, применяющим режим ТИ (24 страны) и в странах, применяющих иной режим д.к.п. (175 стран), (ежегодно, в %, 1990-2007гг.)²².



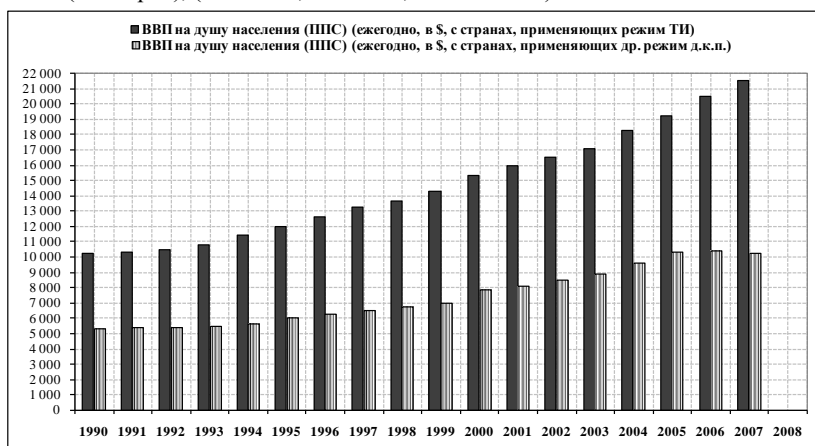
Тем не менее, страны, применяющие политику ТИ, отличаются более развитыми финансовыми рынками, о чем свидетельствует график 15. Уровень капитализации в странах, применяющих политику ТИ почти в два раза выше, чем в странах, осуществляющих иной режим д.к.п. Такая же картина наблюдается по доле совокупных кредитов в

²²Там же

ВВП. В странах, осуществляющих политику ТИ, эта доля намного выше, чем в странах, применяющих иной режим монетарной политики.

Вместе с тем, страны, осуществляющие политику ТИ отличаются более высоким уровнем монетизации (см. график 16). В целом по странам, не применяющим ТИ уровень монетизации остается на стабильном уровне, не отличающимся определенным ростом, за исключением некоторых периодов, что в общем можно отнести скорее к колебаниям, нежели к росту. С другой стороны, уровень монетизации в странах, осуществляющих монетарную политику используя модель ТИ, отличается достаточно стабильной тенденцией роста. Вместе с тем, отметим, что показатель финансовой глубины в среднем по странам, применяющим модель ТИ значительно выше, чем в странах, применяющих иной режим д.к.п.

График 17. ВВП на душу населения (ППС) в среднем по странам, применяющим режим ТИ (28 стран) и в странах, применяющих иной режим д.к.п. (145 стран), (ежегодно, в \$ США, 1990-2007гг.)²³.



Отметим, что страны, которые практикуют ТИ в целом отличаются более высокими темпами экономического развития, чем страны, осуществляющие другую д.к.п. (см. график 16). Если говорить о более качественном показателе экономического развития, то еще одним, немаловажным фактом успешности режима ТИ являются показатели уровня подушевого дохода в зависимости от применения или неприменения этого режима в денежно-кредитной политике

²³ Там же

страны. Как мы можем видеть на графике 17 страны, применяющие ТИ, обладают более высоким подушевым доходом, чем страны, использующие в монетарной политике иной режим.

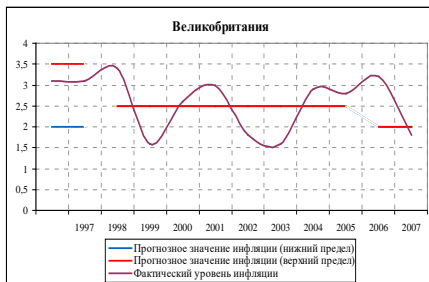
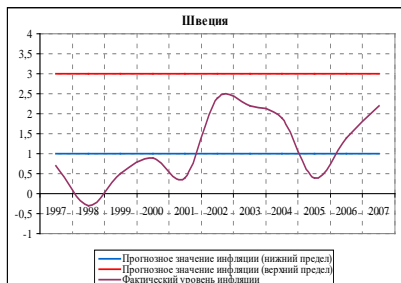
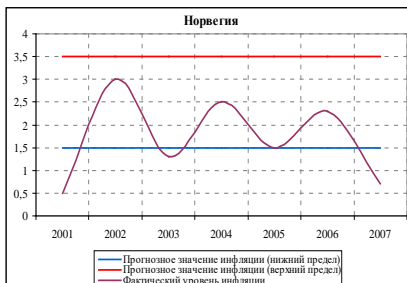
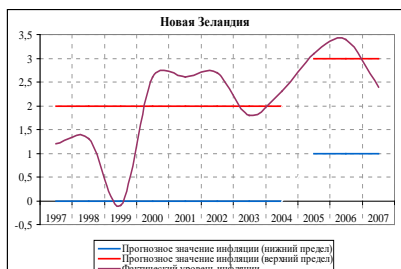
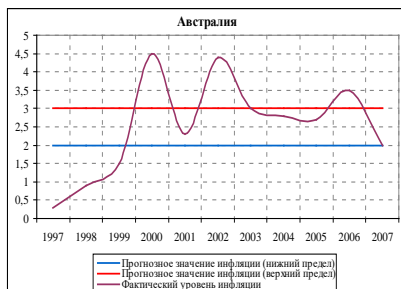
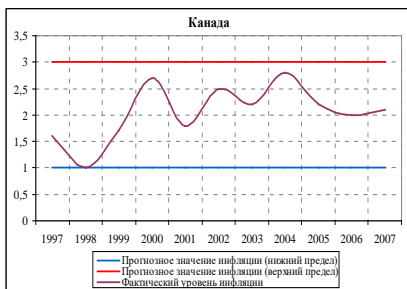
Более того, страны, которые используют в своей денежно-кредитной политике режим ТИ в соответствии с классификацией МВФ, практически большая часть стран входит в группу развитых и богатых стран, а оставшаяся часть находится во второй группе среднеразвитых стран, но в первом эшелоне.

Таким образом, как показывает опыт многих стран, а также мировые тенденции в области монетарной политики, наиболее оптимальным режимом д.к.п. можно считать ТИ, причем не только с точки зрения достижения стабильного и низкого уровня цен, но и долгосрочного экономического роста, а также других макроэкономических показателей экономики.

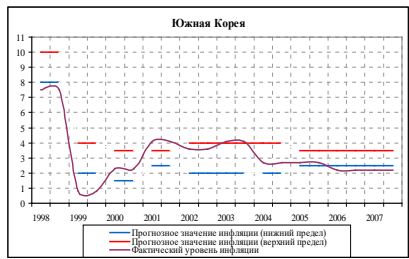
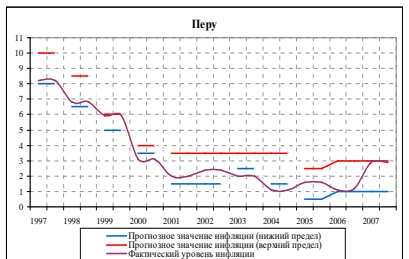
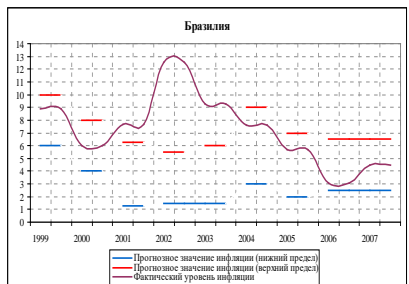
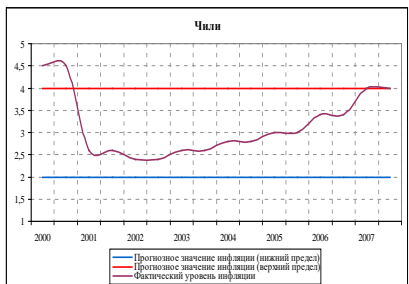
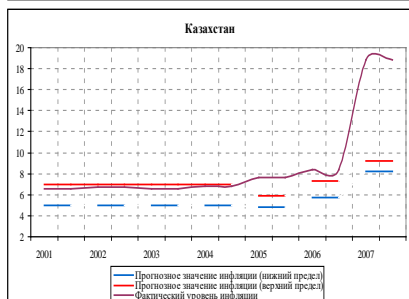
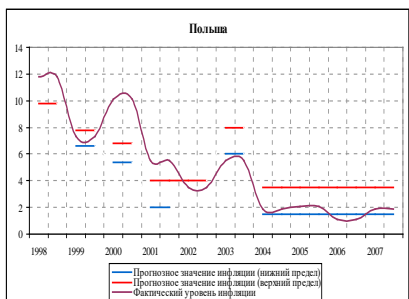
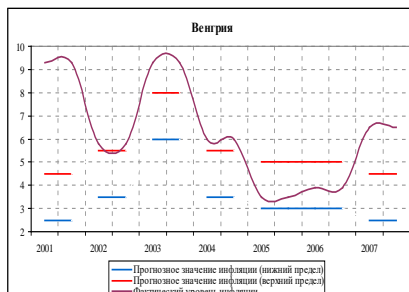
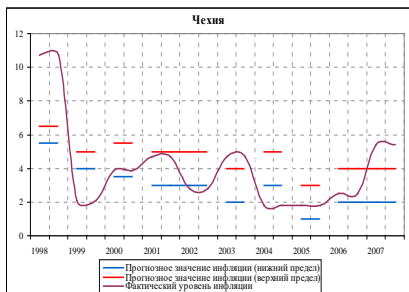
СПИСОК ЛИТЕАТУРЫ

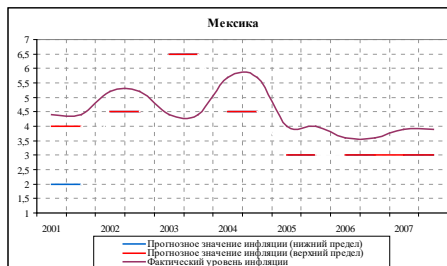
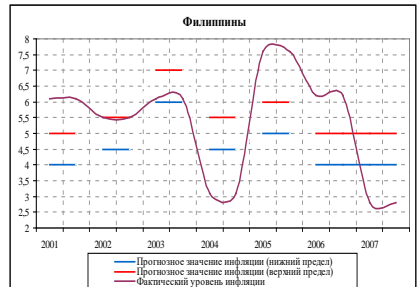
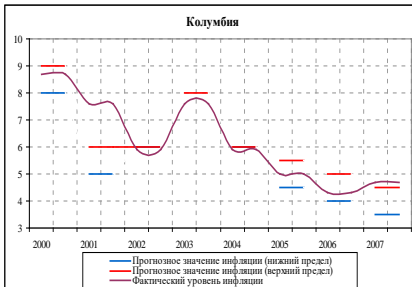
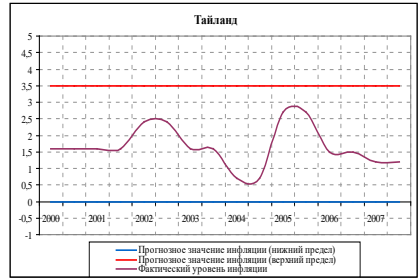
1. «Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы». Моисеев С., «Вопросы экономики» №9, 2000. стр. 89.
2. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу. Ч.Карачадаг, Р.Дуттагупта, Г.Фернандес и Ш.Ишии. Финансы & развитие декабрь 2004. стр.21
3. Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального обменного курса, Кадочников П.А., Москва, Май 2001 г., стр.15-16
4. Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках. С.Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. Москва, июль, 2003г.
5. Таргетирование инфляции: международный опыт и Россия. А.А. Хандруев (общ. руководство), Д.В.Левченко, Москва, 2000, ст.6.
6. De Broeck, M., K. Krajinyak, H. Lorie (1997) "Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Former Soviet Union", IMF Working paper, 97/108.
7. Eichengreen B. Monetary Regime Transformations. — New York: Oxford University Press. 1991. 86 p.
8. Cooper, R. (1999) Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University.
9. Berg A., E. Borenstein (2000) "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", IMF Working Paper, 29.
10. McCallum, Bennett T., and Edward Nelson (1999b). "Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semi-Classical Structural Model." In John B. Taylor (ed.), Monetary Policy Rules, Chicago: University of Chicago Press. 15–45.
11. Sahay, R., C. Vegh (1995) "Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications", IMF Working paper, 95/96.
12. Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., Posen, A. S. (1999) "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton, N J: Princeton University Press.

Приложение 1. Прогнозируемая цель ЦБ и фактический уровень инфляции, % (развитые страны).



Приложение 2. Прогнозируемая цель ЦБ и фактический уровень инфляции, % (развивающиеся страны и страны с переходной экономикой).





РЕЖИМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
Учебно-методическое пособие

ВОСКАНЯН МАРИАМ АМБАРЦУМОВНА

Заказ 440. Формат 60x84 1/16
2 печатных листа.
Тираж 100.

© Авторское издание.

Типография издательства «Титесагет».
Ереван, Налбардяна 128.