

**АРМЯНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ВОСКАНЯН МАРИАМ АМБАРЦУМОВНА

**«ПРОБЛЕМЫ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ (НА ПРИМЕРЕ
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ)»**

Диссертация
на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности

□ 00.03. - «Финансы, денежное обращение и кредит»

**Научный руководитель:
кандидат экономических наук,
доцент, Сандоян Эдвард Мартинович**

Ереван, 2008г.

Содержание

Введение.....	3
Глава I. Инфляция и долгосрочный экономический рост.....	7
1.1. Теоретические аспекты взаимосвязи инфляции и экономического роста.	7
1.2. Монетарный фактор инфляции и неинфляционная монетизация.....	17
Глава II. Режимы денежно-кредитной политики.....	32
2.1. Анализ практики таргетирования обменного курса.....	37
2.2. Опыт таргетирования денежных агрегатов и ограниченность его применения.....	56
2.3. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно- кредитной политики.....	72
2.4. Анализ денежно-кредитной политики Республики Армения в переходный период.....	114
Глава III. Перспективы применения режима таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике Армении.....	128
3.1. Трансмиссионный механизм монетарной политики Центрального банка Республики Армения и пути его усовершенствования.....	129
3.2. Необходимые предпосылки и перспективы осуществления политики таргетирования инфляции в Армении.....	143
Выводы и рекомендации.....	161
Список использованной литературы.....	169
Приложения.....	177

Введение

Актуальность исследования

Стабильность цен является одним из условий устойчивого экономического развития. Это положение получило признание у экономистов и легло в основу деятельности центральных банков. Вместе с тем, остается ряд проблем, которые требуют дальнейших исследований. Они связаны с отсутствием общепризнанного мнения относительно степени взаимосвязи изменения уровня инфляции и темпов экономического роста в краткосрочной и долгосрочной перспективе. Современная теория предлагает новый подход к изучению данной проблематики, который основан на идее взаимодействия инфляции и экономического роста происходит посредством финансового сектора. Точка зрения об обусловленности уровня инфляции денежным в долгосрочной перспективе не вызывает споров. Однако наличие такой связи в краткосрочной перспективе ставится под сомнение.

В этой связи, при осуществлении монетарной политики органы финансового регулирования сосредотачивают свое внимание в большей степени на регулирование процентных ставок, нежели на контроле над денежными агрегатами. Как показали исследования, в мире намечается тенденция выбора в качестве режима денежно-кредитной политики таргетирования инфляции.

Проводимая с 1991 года денежно-кредитная политика Армении основывалась на таргетировании денежных агрегатов. Однако, в последние годы в экономике Армении, наблюдаются сильные колебания и резкое укрепление курса национальной валюты, нестабильность инфляционных ожиданий, высокий уровень долларизации экономики, трудно прогнозируемая динамика взаимодействия денежных агрегатов и изменения темпов уровня инфляции, которые в свою очередь осложнили осуществление Центральным банком Республики Армения контроля над денежными агрегатами. В этой связи в 2006 году Центральным банком было принято решение о переходе монетарной политики Армении на режим инфляционного таргетирования.

Однако, переход на режим таргетирования инфляции, без наличия соответствующего инструментария можно считать лишь формальным. В этой связи, необходимость анализа и оценки наличия необходимых условий и предпосылок для осуществления инфляционного таргетирования в монетарной политике Армении определили выбор темы диссертационной работы.

Затронутая в работе тема исследования имеет достаточно короткую историю. В мировой практике проблема выбора целей и режима денежно-кредитной политики до сих пор не имеет окончательного решения. Более того, ряд режимов денежно-кредитной политики, в частности режим таргетирования инфляции, характеризуются предоставлением большой свободы в вопросе выбора конкретных методов решения поставленных задач в зависимости от складывающихся обстоятельств и, соответственно, оставляют широкий простор для теоретических изысканий и практических экспериментов.

В зарубежной литературе существует достаточно значимый объем теоретических и эмпирических исследований на тему таргетирования инфляции. Среди зарубежных экономистов и специалистов необходимо отметить Б.Бернанка, Ч.Гудхарта, Г.Дебелля, М.Кинга, Б. МакКаллума, Ф.Мишкина, Л.Свенссона, Дж.Тейлора, С.Фишера, Б.Фридмена. Среди российских авторов можно отметить С. Моисеева, К.Корищенко. Над рассматриваемой проблемой работают специалисты международных финансовых организаций, среди которых особое место занимает Международный Валютный Фонд, Европейский Центральный банк и центральные банки различных стран.

Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования

Теоретической и методологической основой исследования послужили классические и современные подходы в области изучения денежной политики, таких зарубежных специалистов, как Д.Д.Ван-Хуз, Э.Долан, К.Кэмбелл, Дж.Кейнс, Ф.Мишкин, П.Самуэльсон, Дж.Стиглиц, П.Роуз, Дж.Тобин, Р.Барро, А.Берг, Дж.Сакс, А.Ослунд, М.Фридмен, Л.Харрис, Ф.Хайек, А.Шварц, И.Фишер, С.Моисеев.

Информационной базой исследования явились материалы Центрального Банка Республики Армения, Национальной статистической службы Армении, основные направления единой государственной денежно-кредитной политики РА. Также использовались материалы Международного Валютного Фонда, Мирового Банка, Банка Международных Расчетов, Национального Бюро Экономических Исследований (NBER), центральных банков Великобритании, Новой Зеландии, Австралии, Чили и других стран, материалы периодической печати и информационных агентств, в том числе, распространяемые через глобальную сеть Интернет, а также расчеты, полученные автором самостоятельно в процессе исследования.

В работе использовались методы сравнительного и системного анализа, методы дедукции и индукции, графический метод, механизмы эконометрического и статистического анализа и другие методы сбора и обработки информации. В качестве

современных информационных технологий был использован пакет приложений ToolPak Ms Excel 2003 и эконометрический пакет EViews 4.0.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования выступает денежно-кредитная политика ЦБ РА. Предметом исследования стали проблемы и перспективы применения режима таргетирования инфляции в монетарной политике Армении.

Цель и задачи исследования

Основной целью исследование стало изучение необходимых условий, предпосылок, проблем и перспектив, связанных с переходом на режим таргетирования инфляции в странах с переходной экономикой, а также выявление особенностей перехода на режим таргетирования инфляции в Республике Армении.

Для достижения поставленной цели, в работе решаются следующие задачи:

1. обобщение ключевых концепции теоретических и эмпирических исследований относительно оптимального уровня инфляции как одного из условий долгосрочного экономического роста, а также взаимосвязи темпов изменения экономического роста и уровня инфляции посредством институтов финансового посредничества;

2. на основе изученного и обобщенного опыта стран, дать оценку основным режимам денежно-кредитной политики, с точки зрения успешности достижения целевого ориентира и общего экономического развития;

3. проанализировать денежно-кредитную политику ЦБ РА за 1991-2006гг., на основе чего дать оценку современной денежно-кредитной политики с точки зрения наличия необходимых условий для эффективной реализации политики инфляционного таргетирования в Армении;

4. обоснование эффективности и оптимальности применения режима инфляционного тарегтирования в денежно-кредитной политике по сравнению с другими существующими режимами денежно-кредитной политики;

5. рассмотреть трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении с целью выявления основных каналов трансмиссии;

Научная новизна

Научная новизна диссертационного исследования заключается в том, что автором разработаны теоретические и практические рекомендации по совершенствованию денежно-кредитной политики Армении, с целью более эффективного осуществления инфляционного таргетирования.

К наиболее важным результатам диссертационного исследования, содержащим научную новизну, относятся следующие:

- Систематизированы условия, которые необходимы для успешного осуществления денежно-кредитной политики, основанной на инфляционном таргетировании и выявлены предусловия для реализации эффективной денежно-кредитной политики в Армении.
- Осуществлена математическая формализация трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на примере Республики Армения.
- Разработан подход к задействованию основных каналов трансмиссии в условиях реализации режима инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике Армении.
- Разработан механизм поэтапного внедрения режима таргетирования инфляции с использованием элементов регулирования колебаний обменного курса национальной валюты.

Практическая значимость

В результате проведенных исследований, даны рекомендации по усовершенствованию проводимой в настоящее время монетарной политики и предложен ряд институциональных и законодательных преобразований, необходимых для более эффективной реализации режима таргетирования инфляции в условиях экономики Армении.

Практическая значимость диссертационной работы определяется возможностью применения построенных моделей и сформулированных выводов и рекомендаций при разработке и реализации денежно-кредитной политики РА. Результаты проведенных автором исследований нашли применение в аналитических исследованиях ЦБ РА. Основные положения диссертационной работы были апробированы на научно-теоретических и научно-практических конференциях в Российско-Армянском (Славянском) государственном университете. Результаты исследования используются в учебном процессе в рамках курса «Денежно-кредитная политика» при чтении лекций для студентов экономических специальностей Российско-Армянского (Славянского) государственного университета.

Результаты исследования и основные положения диссертационной работы отражены в четырех научных публикациях.

Структура диссертационной работы

Работа состоит из введения, трех глав, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы и приложения. Содержание диссертационной работы изложено на 168 страницах (без приложений), включает 25 таблиц, 81 рисунок.

Глава I.

Инфляция и долгосрочный экономический рост

1.1. Теоретические аспекты взаимосвязи инфляции и экономического роста

Достижение долгосрочного экономического роста, оптимального для данной конкретной экономики, по сути, есть основная задача, стоящая как перед органами финансовой политики, так и властями, ответственными за осуществление фискальной политики.

В разрезе проведения монетарной политики перед органами финансовой политики встает дилемма выбора определенного денежно-кредитного режима, который бы позволил достичь стабильного и низкого уровня инфляции, и, в то же время, обеспечить необходимые темпы экономического роста для данной страны.

Однако, прежде чем рассмотреть вопрос об эффективности того или иного режима денежно-кредитной политики (далее д.к.п.), следует обратить внимание на вопросы взаимосвязи уровня инфляции с экономическим ростом.

Определений инфляции существует множество. Так в частности, инфляцией (от лат. inflatio - вздутие) называют переполнение трансмиссионных каналов¹ обращения избыточными бумажными деньгами, которые не обеспечены соответствующим ростом товарной массы. Более простое определение дает Н.Грегори Мэнкью: «Увеличение общего уровня цен называется инфляцией»².

О том, как повышение уровня цен отражается на экономическом развитии страны существует множество мнений. Одни утверждают, что явление инфляции уже само по себе является отрицательным фактом, даже если имеет место небольшое повышение уровня цен. Такая точка зрения базируется на том, что нулевая инфляция идеальна для успешного и эффективного экономического развития. Действительно, повышение уровня цен во многих случаях отрицательно сказывается на реальном секторе, особенно если данное повышение произошло спонтанно и субъекты реального сектора не были готовы к этому явлению.

Другие представители экономической мысли, напротив, соглашаясь с тем, что высокая инфляция болезненна для любой экономики, все же настаивают, что небольшой

¹ Примечание: под термином «канал» в работе подразумевается звенья трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

² Н.Г. Мэнкью. Принципы макроэкономики. 2-е изд./ Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2004. – 576с.: ил. – (серия «Учебник для вузов»). – ст.371.

уровень инфляции не только не вредит экономике, но и является своего рода толчком экономического развития. К примеру, существуют теории, которые утверждают, что некоторое повышение уровня цен, в определенной степени, подогревает экономику и заставляет ее развиваться более быстрыми темпами (эффект Тоббина).

В то же время, мнение о том, что небольшой уровень инфляции полезен для экономического развития, заставляет столкнуться с проблемой нахождения того оптимального уровня инфляции для данной конкретной экономики, так называемого «порогового значения», который, не нанося ущерба экономике страны, являлся бы оптимальным.

Кроме того, важно отметить влияние прогнозируемой и непрогнозируемой инфляции на экономическое развитие. «Эмпирические свидетельства показывают, что высокие уровни инфляции ассоциируются с изменчивой, и вследствие этого, менее предсказуемой инфляцией»³.

Классическая экономическая теория предполагала, что изменения в темпах роста цен не приведет к каким-либо конкретным изменениям в экономическом росте страны в долгосрочной перспективе. «Экономический рост достижим как при растущих, так и при падающих ценах при условии, что предполагаемый их рост умерен и предсказуем»⁴. В то же время, последние экономические исследования [96] показали, что показатели долгосрочного экономического роста слабо коррелируют с изменениями показателей инфляции. С другой стороны, существует мнение [74, 82], что в долгосрочном периоде инфляция имеет негативный эффект, в то время как в средне- и краткосрочном периодах влияние инфляции на экономический рост имеет противоречивый эффект. На рисунке 1 представлены некоторые основные варианты возможного воздействия повышения уровня инфляции на экономический рост.

Понятно, что в периоды временно высокой инфляции, темпы экономического роста сокращаются. Однако, затем, после стабилизации уровня цен, темпы экономического роста, в свою очередь, возвращаются на круги своя.

«В большинстве случаев, экономический рост во время инфляционного кризиса был выше среднемирового для этого периода и ниже в сравнении с аналогичным показателем до наступления кризиса»⁵. Те же авторы приходят к выводу, что «издержки инфляции – относительная нестабильность цен, неопределенность, уменьшение достоверной информации о ценах, ухудшение условий кредитования – становятся

³ Барро Р. (1995 г.) «Инфляция и экономический рост», Квартальный бюллетень Банка Англии, май, ст. 38.

⁴ M. Fridmen, A. Shwarc. A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton, N.Y. 1963, ст. 32

⁵ Bruno M., Easterly W. "Inflation Crises and Long-Run Growth", Journal of Monetary Economics, Vol. 41, no.1 (February 1998): pp. 3-26.

значимыми только при относительно высоких уровнях инфляции. При более низкой инфляции рост инфляции может зависеть от различных шоков спроса и предложения и не демонстрировать четкой взаимозависимости»⁶. Кроме того, М. Бруно и В. Эстерли показали, что имеет место повышение экономического роста при понижении уровня инфляции, в случае, если ее уровень превышает 40%; в остальных же случаях, между повышением темпов экономического роста и уровнем инфляции отсутствует определенная корреляция.

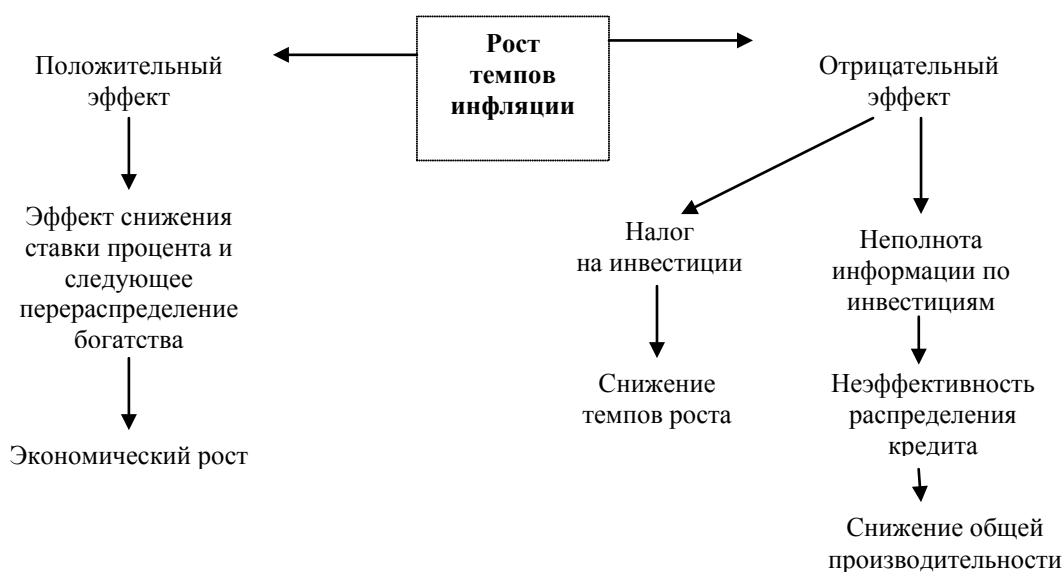


Рис.1. Положительные и отрицательные воздействия инфляции на экономический рост.

С этим мнением соглашаются и другие авторы [130], исследовавшие этот вопрос, отмечая, что в данный момент сложно сделать определенные выводы по поводу положительного или отрицательного влияния относительно низких и стабильных темпов роста уровня инфляции. «В то время как имеется согласие относительно того, что никакая экономика не может успешно функционировать при гиперинфляции, нет консенсуса относительно выгод в результате снижения инфляции. Нет свидетельств того, что все большее и большее снижение инфляции дает выгоды, сопоставимые с издержками, а некоторые экономисты даже считают, что стремление сделать инфляцию слишком низкой приводит к негативным последствиям»⁷.

⁶ Там же.

⁷ Stiglitz, J.E. (2003). Globalization and its discontents. W.W.Norton & Company, New York, London, 288 pp.

Более поздние исследования показали [97], что пороговое значение уровня инфляции, когда инфляция отрицательно сказывается на темпах экономического роста, находится на уровне 8%⁸ и, даже, как считают другие исследователи, еще меньше – на уровне 2-3%⁹. Согласно этим авторам, увеличение инфляции с 10% до 20% может уменьшить темп роста ВВП на 0,3-0,4 процентных пункта.

Еще один автор, Роберт Барро, утверждает, на основе проведенных им исследований, что «нет значимого влияния инфляции на рост, если она не превышает 15% в год. Но и при более высокой инфляции потери от нее невелики»¹⁰. По его оценкам, увеличение среднего темпа инфляции на 10% в год снижает темп роста душевного ВВП на 0,3-0,4 процентных пункта в год.

Вышеизложенное утверждение позволяет сделать вывод о том, что чем более низким уровнем инфляции обладает страна, тем в меньшей степени отразится на увеличении темпов экономического роста дальнейшее снижение уровня инфляции.

Тем не менее, вопрос о значительном или незначительном влиянии снижения темпов инфляции на темпы экономического роста, должен рассматриваться в разрезе уровня развития той или иной страны. Соответственно, исходя из степени развитости тех или иных областей экономики страны, можно судить, насколько тот или иной уровень инфляции приемлем для данной конкретной экономики.

А. Сепери и С. Мошири в своих исследованиях попытались обнаружить пороговое значение инфляции для стран, в зависимости от уровня благосостояния, который в свою очередь был определен в соответствии с классификацией Всемирного Банка (страны с низким уровнем доходов, страны со средним низким уровнем доходов, страны со средне-высоким уровнем доходов и страны с высоким уровнем доходов).

«Расчеты показали, что пороговый уровень инфляции составляет 11%-16% в год для стран с низким доходом, 15%-21% в год для стран с низким средним доходом, и 4%-5% для стран с верхним средним доходом. При этом, для стран первых двух групп влияние уменьшения инфляции ниже порогового уровня оценивается как статистически незначимое. При увеличении инфляции вдвое, снижение темпа роста душевного ВВП составляет, по полученным оценкам, 0,5- 0,7 процентных пункта для первой группы, 1,9 - 2,6 - для второй и 0,2- 0,35 процентных пункта для третьей группы. Но для третьей группы уменьшение инфляции ниже порогового уровня тоже влияет отрицательно: темп роста уменьшается на 0,7-1,0 процентных пункта при уменьшении инфляции в два раза. В этом

⁸ Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. IMF Staff Papers, 43, pp.199-215.

⁹ Ghosh, A. & Phillips, S. (1998). Inflation, Disinflation and Growth. IMF Working Paper WP/98/68 (Washington, DC: International Monetary Fund), ст. 47.

¹⁰ Барро Р. (1995 г.) «Инфляция и экономический рост», Квартальный бюллетень Банка Англии, май, ст. 28.

случае, пороговый темп инфляции является оптимальным, причем отклонение от него в сторону снижения вредит гораздо больше, чем такое же отклонение в сторону увеличения»¹¹. Согласно этим авторам, пороговое значение уровня инфляции для развивающихся стран составляет примерно 9-11%. Интересно будет отметить, что для развитых стран, авторами не было обнаружено какое-либо пороговое значение уровня инфляции, превышение которого оказало бы существенное влияние на темпы экономического роста. Это позволяет сделать вывод о том, что определение оптимального уровня инфляции является первостепенной задачей для развивающихся стран, в том числе и стран с экономикой переходного периода. Что касается развитых стран, то изначально низкий уровень инфляции и высокий уровень развития экономики, не сталкивает последних с проблемами, связанными с увеличением темпов экономического роста, и поиском оптимального уровня инфляции для обеспечения такого увеличения.

При этом, заметим, что в странах с переходной экономикой, степень отрицательного влияния уровня инфляции на экономический рост весьма значим. Как показали М.Гилман и М.Н.Харис, «уменьшение инфляции с 10% до 5% увеличивает темп роста приблизительно на один процентный пункт»¹².

Одной из самых последних теоретических выкладок [98, 106] относительно взаимозависимости инфляции и экономического роста является теория, основанная на идее финансового посредничества. Очевидно, что развитая финансовая система положительно сказывается на экономическом развитии страны, как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе. С другой стороны, также очевидно, что высокие темпы инфляции снижают финансовую активность экономики, следствием чего, соответственно, является снижение темпов экономического роста. Исходя из этого аспекта, нам представляется важным рассмотреть влияние инфляции на финансовый сектор.

Вышеизложенная проблематика была изучена большим количеством экономистов, но, по сути, все они пришли к одному и тому же выводу: высокий уровень инфляции ведет к снижению эффективности финансового сектора, что в свою очередь тормозит рост экономики. Кроме того, было установлено, что только умеренные темпы инфляции позволяют достичь максимального экономического роста. Рассмотрим теперь результаты исследований, проведенных относительно данного вопроса.

«Тот факт, что денежная и финансовая система не являются нейтральными по отношению к инфляции, подтверждают ряд эмпирических и теоретических исследований.

¹¹ Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, 191-207.

¹² Gillman, M. and M.N. Harris (2004). Inflation, Financial Development and Growth in Transition Countries. Monash University, Australia, Working Paper 23/04, November, p. 26.

Основная причина отсутствия нейтральности заключается в том, что в случае увеличения темпов роста цен со стороны инвесторов (вкладчиков) происходит замещение непроцентных денежных активов процентными или индексируемыми активами, активами номинированными в иностранной валюте или неденежными активами»¹³.

Тем не менее, нельзя утверждать, что корреляция инфляции и финансового сектора носит однозначный характер, хотя в свое время существовало мнение [133], что высокая инфляция может способствовать экономическому росту. «Если доход на капитал превышает доход от владения денежными остатками, в инвестиционных портфелях домохозяйств происходит сдвиг от актива «деньги» в пользу актива «капитал». В результате пересмотра портфеля растет капиталоемкость (отношение капитала к труду) и производительность труда»¹⁴. Согласно так называемому «эффекту Тоббина», высокая инфляция заставляет потребителей перенаправлять свои денежные сбережения в финансовый сектор, тем самым, повышая инвестиционную активность и, соответственно, экономический рост в долгосрочном периоде.

Однако теория Тоббина была опровергнута А.Орфанидес и Р.Солоу¹⁵, которые показали, что на самом деле такой связи либо не обнаруживается, либо она является отрицательной. С этим согласны и экономисты Института экономики переходного периода, которые в своих исследованиях обнаружили, что «в случае неожиданных изменений инфляции или волатильной инфляции, существующее негативное воздействие инфляции на финансовый сектор усиливается. Прежде всего, это объясняется тем, что большинство финансовых контрактов основывается на некоторых ожиданиях инфляции, и при неожиданных изменениях приводит к искажению оптимальных в другом случае решений экономических агентов и перераспределению благосостояния»¹⁶.

Другой автор, В.Инглиш пишет: «Результаты эконометрического анализа показывают, что влияние инфляции на размер финансового сектора значительно как в экономическом, так и в статистическом плане. В Соединенных Штатах снижение инфляции на 10% позволяет увеличить долю ВВП, производимого финансовым сектором

¹³ С. Дробышевский (руководитель проекта), С. Пономаренко О., Изряднова Т., Усик А., Циканова «Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой», Институт экономики переходного периода, Москва, 2004, ст. 59

¹⁴ Tobin J. Money and Economic Growth // *Econometrica*, 1965. - №33, Vol. 4, pp. 671-684.

¹⁵ Orphanides A. and Solow R. Money, Inflation and Growth. In Friedman B. and Kahn F. (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, 1990, pp. 223-261.

¹⁶ С. Дробышевский (руководитель проекта), С. Пономаренко О., Изряднова Т., Усик А., Циканова, «Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой», Институт экономики переходного периода, Москва, 2004, ст. 61

почти на 1,5%. Аналогичный анализ для финансового сектора Аргентины, Боливии и Перу показал, соответственно, значения в 6%, 3% и 1% ВВП»¹⁷.

В то же время, «инфляция влечет за собой большее рационарование кредитов и снижение предложения инвестиций. На практике наблюдается уменьшение так называемой глубины финансового сектора, измеренной различными финансовыми агрегатами»¹⁸.

М.С. Канн, А. Сенбаджи и В.Д. Смит в своей работе «Инфляция и финансовая глубина»¹⁹ обнаружили, что помимо уровня инфляции на финансовую активность имеют влияние также ВВП на душу населения, степень открытости и доля государственных расходов в ВВП как показатель финансовой неразвитости.

Кроме того, Канном и Сенбаджи было обнаружено, что «рост инфляции имеет слабый позитивный эффект, когда исходный уровень инфляции низкий, и негативный эффект при изначально высоком уровне инфляции»²⁰. Таким образом, можно предположить что существует некий пороговый уровень инфляции, который можно рассматривать как оптимальный уровень инфляции для финансового развития и как ориентир для монетарных властей. Так, результатом их исследований стало утверждение о том, что «для экономик с изначально низким уровнем инфляции умеренное увеличение темпов инфляции ассоциируется с более высокими темпами долгосрочного реального роста. Но для экономик с изначально высоким уровнем инфляции дальнейшее увеличение темпов инфляции имеет негативный эффект на реальный экономический рост. В частности, пороговый уровень инфляции достаточно низок – около 1-3% для индустриальных стран и 11-12% для развивающихся стран»²¹.

С другой стороны, М.Банес обнаружил, что «при инфляции ниже 14% связь между ростом финансового рынка и инфляцией является положительной, а выше – неопределенной»²².

К другим выводам пришел А.Кулик²³, который, рассмотрев 16 стран с переходной экономикой, в результате своих исследований пришел к выводу, что пороговое значение инфляции колеблется от 9,9% до 10,5% в год.

¹⁷ English W. Inflation and Financial Sector Size // Journal of Monetary Economics, 1999. - Vol. 44, pp. 379-400.

¹⁸ Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies. – Kyiv: National University of Kyiv-Mohyla Academy, 2002, p. 47.

¹⁹ Khan, Mohsin S., Abdelhak Senhadji, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Depth, IMF Working Paper WP/01/44, p. 84.

²⁰ Khan, Mohsin S., and Abdelhak Senhadji, 2000a, "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth," IMF Working Paper WP/00/110; IMF Staff Papers, forthcoming, p. 35.

²¹ Там же.

²² Barnes M. Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth. <http://www.economics.adelaide.edu.au/mbarnes/tpg-294.pdf>, p. 29

Разнородность полученных результатов порогового значения уровня инфляции у рассмотренных авторов объясняется различной выборкой изученных стран. Однако, важный вывод, к которому можно придти, исходя из вышеизложенных исследований, заключается в том, что, обнаружив такой пороговый уровень инфляции для данной конкретной страны, можно определиться с направлениями как экономической, так и монетарной политики страны.

Итак, между степенью развития финансового сектора и экономическим ростом наличествует прямая корреляция. В то же время, повышение уровня цен и темпы экономического развития также имеют корреляцию.

С другой стороны, высокие темпы инфляции приводят к нестабильности в финансовой системе, уменьшая при этом инвестиционную активность и, тем самым, снижают общий выпуск.

Рассмотрев 119 стран за период 1960-1989 и, используя в качестве показателей финансового развития кредиты финансового сектора частному сектору (объем банковских обязательств, а также ликвидность фондового рынка и объемы торговли), Дж. Бойд, Р. Левин и Б. Смит, обнаружили, что «при умеренных темпах инфляции существует положительная корреляция между финансовым развитием и инфляцией. Однако, когда инфляция превосходит некий критический уровень, то дальнейшее увеличение инфляции сопровождается значительным падением в финансовой активности. Так, характерной чертой связи финансового развития и инфляции является очевидная нелинейная связь»²⁴.

Таким образом, фактически, повышение уровня цен через сбережения сказывается на финансовом секторе. Высокая инфляция заставляет потребителя меньше денег направлять на сбережения, тем самым, повышая цену на дополнительные финансовые ресурсы, источником которых как раз и являются сбережения.

Дж. Бойд, Р. Левин и Б. Смит предложили следующую цепочку причинно-следственной связи, через которую высокий уровень инфляции влияет на финансовую систему и соответственно на долгосрочный рост: «высокий уровень инфляции снижает реальную норму отдачи на сбережения посредством снижения реальной процентной ставки, выплачиваемой заемщиками. При снижении нормы отдачи на сбережения стимулы брать займы увеличиваются, а стимулы давать займы снижаются. Таким образом, низкий уровень реальной отдачи на сбережения усиливает проблему неблагоприятного выбора в экономике. Становится необходимым ограничение объема

²³ Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies. – Kyiv: National University of Kyiv-Mohyla Academy, 2002.

²⁴ Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996, p. 59.

выдаваемых кредитов. Банки меньше предоставляют ссуд, следствием чего становятся низкие темпы реального роста экономики.

Другими словами, высокая инфляция снижает финансовую глубину, что обусловлено эндогенными ограничениями кредита и инвестиционного капитала. Т.е., высокая инфляция снижает уровень финансовой глубины, поскольку при росте инфляции финансовые институты терпят высокие издержки подбора «заемщиков высокого качества» среди обратившихся за ссудой. Так, трансмиссионный механизм, посредством которого высокая инфляция влияет на финансовую глубину и, следовательно, на рост может быть описан следующим образом:

$$\pi \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow AS \uparrow \Rightarrow CR \uparrow \Rightarrow C (FD) \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow g \downarrow \quad [1.1.]$$

где

π – уровень инфляции

r – реальная норма отдачи

AS – неблагоприятный выбор

CR – ограничение кредитов

C – количество выданных кредитов

FD – финансовая глубина

I – инвестиции

g – экономический рост»²⁵.

Л.Балл и Г.Манкив утверждают, что «высокая инфляция неизбежно увеличивает инфляционную неопределенность. Инфляционная неопределенность повышает рискованность всех кредитов и, в некоторых случаях, даже ранее рассматриваемых «заемщиков высокого качества» относят к рисковым. Для гарантирования возврата кредитов банки должны прибегать к более жесткому ограничению объема выдаваемых кредитов»²⁶.

В то же время, Дж.Бойд, Р.Левин и Б.Смит пишут, что «при достаточно низком уровне инфляции проблема неблагоприятного выбора на кредитном рынке отсутствует в смысле «заемщиков низкого качества» и «заемщиков высокого качества» (или «естественных заемщиков» и «естественных заимодавцев». Это означает, что низкая инфляция и соответственно высокая норма отдачи побуждает каждый тип агента действовать согласно своему типу, т.е. либо как «естественные заемщики» либо «естественные заимодавцы». Так, при достаточно низком уровне инфляции только «естественные заемщики» обращаются за кредитом. А умеренный рост инфляции вызывает «неправильное поведение» «естественных заемщиков» - замещать наличность

²⁵ Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996, pp. 124-135.

²⁶ Ball, L and G. Mankiw. Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks, Quarterly Journal of Economics, 1995, pp.161-193.

на инвестиции в физический или человеческий капитал, что стимулирует экономический рост:

$$\pi \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow C(FD) \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow g \uparrow \text{»}^{27}. [1.2.]$$

В экономической литературе встречаются мнения о том, что долгосрочные изменения в уровне инфляции оказывают существенное влияние на реальный сектор, а значит на экономическое развитие. Как утверждает Р.Барро, «постоянное увеличение в темпах инфляции оказывает значительный негативный эффект на долгосрочные темпы реального роста»²⁸. Причем, как утверждают Дж.Буллард и Дж.Кейтинг, «эффект от постоянного увеличения денег зависит от исходных темпов создания денег. Увеличение темпов роста денег в экономике, имеющей изначально низкие темпы создания денег ведет к увеличению долгосрочного реального роста. Но постоянное увеличение темпов роста денег в экономике с изначально высоким темпом роста денег имеет негативные последствия для долгосрочного реального роста»²⁹.

Итак, обобщив вышесказанное, подытожим.

Высокие темпы инфляции отрицательно сказываются на темпах экономического роста. В то же время, корреляция между умеренными темпами инфляции и экономическим ростом менее существенна или зачастую отсутствует. Это наводит на мысль о существовании определенного порогового значения уровня инфляции, не пересекая который экономика продолжает развиваться достаточно высокими темпами, и в то же время за пределами которого, дальнейшее повышение уровня цен негативно отражается на экономическом развитии страны.

С другой стороны, механизм влияния уровня инфляции на экономический рост происходит посредством финансового сектора. Многие исследования доказывают очевидную корреляцию между уровнем инфляции и финансовым сектором.

В силу серьезности затронутого вопроса, данная проблема требует отдельного рассмотрения, что будет сделано в следующем параграфе данной главы.

²⁷ Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996, pp. 138-141..

²⁸ Barro, Robert J., 1995, "Inflation and Economic Growth", Bank of England Quarterly Bulletin, pp.166-76

²⁹ Bullard, James, and John Keating, 1995, "The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies," Journal of Monetary Economics, Vol.36, pp.477-96.

1.2. Монетарный фактор инфляции и неинфляционная монетизация

«Инфляция всегда и везде - явление денежное...»³⁰.

«Чтобы добиться стабильности цен, важен неинфляционный рост количества денег»³¹.

Идея того, что причиной инфляции является необоснованное увеличение количества денег в обращении, стара как мир. В экономической теории эта идея известна как количественная теория. «Количественная теория денег гласит, что изменения в уровне цен определяется главным образом динамикой номинальной массы денег»³².

Количественная теория денег имела много сторонников в экономической науке. К их числу можно отнести Д.Юма, Дж.С.Милля, М.Фридмена, И.Фишера и многих других. На протяжении нескольких сот лет монетарное происхождение инфляции не вызывало сомнений.

Переход количественной теории денег в новое качество связан с появлением уравнения обмена И. Фишера (начало XX в.):

$$MV = PY \quad [1.3.]$$

где,

M – количество денег;

V – скорость обращения количества денег;

P – цена произведенных товаров;

Y – количество произведенных товаров.

Одним из изъянов уравнения обмена можно считать то, что оно не учитывало функции накопления денег, т.е. инвестиций, поскольку деньги в уравнении Фишера представлялись лишь как средство обращения и платежа. Тем не менее, в одной из своих последних работ «Конструктивное налогообложение доходов» (1942) Фишер уже упоминает фактор сбережения как особо важный ресурс.

Однако, с начала 30-х г. популярность количественной теории денег резко упала. На смену ей пришли идеи Дж. Кейнса, который считал роль денег в экономике не очень существенной, то есть практически игнорировал их наличие в решении макроэкономических задач. В частности, достижение полной занятости считалось прерогативой налогово-бюджетной политики. Это можно объяснить достаточно низкими

³⁰ М. Фридмен, Количественная теория денег. Пер. с англ. (Серия: Экономика и портреты.) М.: Эльф пресс, 1996.

³¹ М. Fridmen, A.Shwarc. A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton, N.Y. 1963

³² С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи, ЭКОНОМИКА, Москва, ДЕЛО, 2002, стр. 636

темпами инфляции в 20-30-ые годы в США. В силу этого проблемам инфляции, в частности и денежно-кредитной политике, вообще уделялось мало внимания.

Тем не менее, в 50-60 гг. прошлого века интерес к деньгам и их влиянию на экономику и инфляцию вновь возрос.

Одним из самых известных экономистов этого времени, который занимался вопросами инфляции, ее причин и возможных способов борьбы с ней был М.Фридман. Однако новое направление количественной теории, получившее название «монетаризм», имело существенные отличия от классической теории денег. Монетаризм представлял собой иной подход к анализу экономического роста, национального дохода, занятости, проблем открытой экономики.

Ключевым пунктом количественной теории денег Фридмана (монетаризм) является положение о том, что спрос на деньги хотя и не обязательно стабилен в номинальном исчислении, однако является стабильной функцией незначительного числа переменных. Монетаризм предполагает саморегулирующуюся рыночную экономику и ограниченность государственного вмешательства (сжатие доли государства в использовании ВВП, протекционистских и иных мер, блокирующих действие рыночных сил).

Количественная теория денег утверждает, что темпы роста денежной массы – это главный фактор изменения номинального ВВП. Главные макроэкономические переменные зависят, в основном, от количества денег. Цены и ставки зарплаты относительно гибкие. Учитывая все это, при приближении к уровню потенциального выпуска, деньги оказывают незначительное и краткосрочное воздействие на реальный выпуск. То есть, деньги могут оказать некоторое воздействие на выпуск, но в краткосрочном периоде. В долгосрочном периоде из-за того, что экономика стремится не отклоняться от состояния полной занятости, наибольшее влияние деньги могут оказать лишь на уровень цен. Ключевым элементом монетаристской теории является монетарное правило: эффективная кредитно-денежная политика должна использоваться для поддержания неизменных темпов роста предложения денег при любых экономических условиях.

Таким образом, монетаристы предлагают отдать доминирующую роль в экономической политике денежно-кредитному регулированию и, тем самым, обратить особое внимание на разработку определенных инструментов, позволяющих корректировать денежную массу.

Особое внимание обращают современные монетаристы на социально-психологическую атмосферу экономического развития, на учет факторов ожиданий и

неожиданностей, степени информированности экономических субъектов и рациональности их выбора.

Монетаризм вносит добавления в фишеровское уравнение обмена; использует британскую формулу реальных денежных остатков, т. е. взаимозависимости совокупного денежного спроса и индекса цен; применяет коэффициенты монетизации ВВП, резервной базы, государственного долга.

В области открытой экономики монетаристы концентрируются на валютных отношениях и процессах глобализации. Монетаристские гипотезы были восприняты не только центральными банками многих стран, но и такими международными экономическими организациями, как МВФ, Мировой банк, Европейский Союз и др.

Итак, появление количественной теории денег и дальнейшее её развитие в виде монетаризма сосредоточило внимание экономической политики на денежно-кредитном регулировании и выделило в качестве основного инструмента денежные агрегаты. Важно обратить внимание на то, что первоначально в уравнении обмена использовался денежный агрегат M1, который, как известно, включает денежную наличность, состоящую из обращающихся банкнот и вкладов до востребования. Современная же количественная теория оперирует понятием M2, что позволяет учесть также срочные вклады и ГКО (Государственные казначейские обязательства).

Однако, как известно, денежные агрегаты M1 и M2 имеют разную скорость обращения, что затрудняет попытки Центрального банка (далее ЦБ) контролировать их.

С другой стороны, вопрос о том, что страны с более высокими темпами роста денежной массы имеют более высокую инфляцию, казалось бы, не должен вызывать споров. «Изменение скорости обращения денег в краткосрочном периоде очевидно, так же как и долгосрочная связь между деньгами и инфляцией»³³.

Тем не менее, на данном этапе в экономической науке нет единого мнения относительно роли денег в экономике и их влияния на инфляцию. Некоторые экономисты считают, что воздействие количества денег на инфляцию – это давно ушедшее в прошлое утверждение. Другие же, напротив, считают, что деньги по-прежнему являются единственным фактором появления роста инфляции, а стало быть, именно контроль над денежными агрегатами может быть эффективным инструментом в борьбе с инфляцией. Таким образом, как видим, прежде чем говорить о тех или иных инструментах и режимах д.к.п., необходимо определиться относительно этого спорного вопроса.

³³ “No money, no inflation – the role of money in the economy”. Mervyn King, Deputy Governor, Bank of England by Zvi Eckstein. Paris, March 13, 2002, p. 174

Приверженцы количественной теории считают, что именно изменения в денежной массе являются основным фактором формирования экономического цикла и инфляции. С другой стороны С.Фишер пишет: «... позиция монетаристов верна до некоторой степени и, в частности, с точки зрения долгосрочной перспективы, в также в тех случаях, когда рост денежной массы достигает крупных масштабов. Однако в краткосрочной перспективе связь между деньгами и инфляцией остается, вообще говоря, неопределенной»³⁴. Или, как высказался Мервин Кинг: «нет никаких причин ожидать стабильной связи между деньгами и инфляцией в краткосрочном периоде». Такой точки зрения придерживаются и большинство центральных банков развитых стран, считая несостоятельной монетарную теорию и политику таргетирования денежного предложения и, в силу этого, переходя на режим непосредственного контроля над инфляцией, а именно, таргетирования инфляцией. С.Моисеев пишет: «В наше время динамика цен определяется денежным предложением только в странах, имеющих недоразвитые финансовые системы и страдающие гиперинфляцией»³⁵.

При построении эконометрических моделей д.к.п. органы финансовой политики теперь больше внимания уделяют процентным ставкам, нежели денежным агрегатам. С другой стороны, Мервин Кинг считает, что «вне зависимости от того, использует ли центральный банк в качестве инструмента денежную базу или процентные ставки, по-прежнему находит применение количественная теория денег. В этих новых моделях количество денег не играет в трансмиссионном механизме независимой роли, дополняющей роль процентных ставок. Но, равным образом, и в старых моделях монетарная политика воздействует на экономику только через процентные ставки»³⁶. То есть, акцент на процентные ставки вместо денежных агрегатов вовсе не означает, что постулаты количественной теории неверны.

Монетаристская трактовка инфляции как исключительно денежного феномена признает наличие устойчивой взаимосвязи между уровнем инфляции и изменениями денежных агрегатов, а также наличие временных лагов между денежными сдвигами и уровнем цен. Однако в силу нестабильности скорости обращения денег, эта связь становится достаточно неустойчивой.

Как известно, уровень цен равен отношению номинальной денежной массы к спросу на реальные денежные остатки. «Простая количественная теория утверждает, что изменения цен происходят главным образом в результате изменений в номинальной

³⁴ С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи, ЭКОНОМИКА, Москва, ДЕЛО, 2002, стр. 635

³⁵ Моисеев С.Р., Взлет и падение монетаризма, «Вопросы экономики №9, 2002, ст.103

³⁶ “No money, no inflation – the role of money in the economy”. Mervyn King, Deputy Governor, Bank of England by Zvi Ecksetein. Paris, March 13, 2002, p.182

денежной массе. Эта теория верна только в тех случаях, когда изменения реального спроса на деньги незначительны»³⁷. Именно поэтому «в течение последних 20 лет в странах с умеренным ростом денежной массы динамика цен не соответствовала в точности денежной динамике, поскольку реальный спрос на деньги также менялся»³⁸.

С этой точкой зрения, а также с тем, что денежный рост имеет какое-либо воздействие на уровень инфляции только в долгосрочной перспективе согласны большинство современных представителей экономической науки. В частности, большая часть экономистов, занимающихся проблемами д.к.п., приходят почти к одному и тому же выводу. В борьбе с инфляцией недостаточно, а иногда и бессмысленно руководствоваться изменениями денежных агрегатов, по крайней мере, в краткосрочном периоде. Тем не менее, игнорировать роль денег в долгосрочной перспективе считается, по меньшей мере, нецелесообразным.

«Относительная причинно-следственная связь между ростом денег и инфляцией возможна как минимум при восьмилетнем периоде времени. Этот вывод может служить напоминанием о том, что не учитывать рост денег при достаточно долгом промежутке времени может показаться неблагоприятным. В то время как рост денег не может служить полезным показателем для органов финансовой политики в краткосрочной перспективе, долгосрочные тенденции изменения уровня инфляции все еще определяются изменениями в денежном предложении»³⁹.

Проблема того, каким образом изменения в денежном предложении влияют на уровень инфляции, рассмотрена С. Фишером в своей книге «Экономика». Рассмотрим более подробно новый подход С.Фишера к количественной теории.

Фишер предлагает несколько иной подход к анализу влияния изменений денежной массы на цены, объем производства и инфляцию. Классическая модель предполагает немедленное увеличение уровня цен в ответ на увеличение денежного предложения, что говорит о немедленном приспособлении инфляции к изменениям в денежном предложении. Однако, в реальности картина несколько иная. Как говорит автор: «инфляция проявляется не сразу, темпы ее наиболее высоки вначале, а затем замедляются. Приспособление происходит медленно»⁴⁰.

Увеличение денежной массы приводит к росту уровня цен и объема производства. Это приводит к медленному росту цен вплоть до достижения равновесного уровня. Затем объем выпуска продукции снижается до потенциального уровня. В этом случае,

³⁷ С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи, ЭКОНОМИКА, Москва, ДЕЛО, 2002, стр. 651

³⁸ С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи, ЭКОНОМИКА, Москва, ДЕЛО, 2002, стр. 651

³⁹ Money Growth and Inflation: How Long is the Long-Run, by Terry J. Fitzgerald, August 1, 1999

⁴⁰ С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи, ЭКОНОМИКА, Москва, ДЕЛО, 2002, стр. 589

инфляция, резко возрастая в начале, медленно снижается до нулевой отметки, параллельно со снижением цен до равновесного уровня. Отметим, что в данной модели цены не являются ни полностью фиксированными, ни полностью гибкими.

Таким образом, считают авторы, «полная модель совокупного спроса и предложения, описанная выше, показывает, как определяется уровень инфляции и почему требуется длительное время, чтобы экономика отреагировала на изменения спроса, на деньги и совокупного спроса. Основной причиной длительности является медленная адаптация заработной платы»⁴¹.

Несмотря на то, что в итоге данная модель приводит к тем же выводам, что и классическая модель, в ней присутствует существенное отличие. «Полной картины процесса приспособления классическая модель не дает, так как экспансионная денежная политика во время адаптации скорее ведет к росту объемов производства, чем к непосредственному росту зарплат и цен без какого-либо воздействия на объем производства и уровень занятости.

Таким образом, печатание денег не может неограниченно увеличивать занятость выше номинального уровня. Но поскольку цены возрастают не так быстро чтобы сократить реальные остатки до их первоначального уровня (что вызвано относительной устойчивостью зарплат), то на практике в краткосрочной и среднесрочной перспективе ощущаются последствия увеличения номинального денежного предложения. Это означает, что в переходный период объем производства и занятость выше, а процентные ставки ниже тех, какими они могли бы быть при отсутствии увеличения денежной массы»⁴².

Итак, современная трактовка зависимости уровня инфляции от денежного предложения предполагает, что денежный рост имеет какое-либо воздействие на уровень инфляции только в долгосрочной перспективе и с этим согласны большинство современных представителей экономической науки. В то же время ставится под сомнение вопрос о наличии такой связи в краткосрочной перспективе. Стало очевидным то, что изменения в денежном предложении сказываются на изменении уровня инфляции лишь через определенный лаг, который, в свою очередь, обусловлен конкретными условиями данной экономики, и более того, определенным периодом рассмотрения.

Показателем, характеризующим насыщенность экономики денежной массой является уровень монетизации.

⁴¹ Там же.

⁴² Там же.

Дадим несколько определений понятия «монетизации». «Коэффициент монетизации экономики – обслуживаемая деньгами доля экономической деятельности (общего товарного оборота) страны. Рассчитывается обычно как отношение денежного агрегата М2 к объему ВВП (но правильнее учитывать отношение к ВВП так называемых «широких денег», включающих наряду с агрегатом М2 также валютные депозиты национальных банков, номинированные в конвертируемой валюте). Исходя из сказанного, коэффициент монетизации экономики исчисляется по формуле: $K_{мэ} = M2/ВВП$ »⁴³. Или: «Коэффициент монетизации рассчитывается как отношение среднегодовой денежной массы к номинальному валовому внутреннему продукту»⁴⁴.

С другой стороны «монетизация» является ключевым показателем так называемой «финансовой глубины», который отражает связь между насыщенностью экономики денежными ресурсами, развитостью финансовой и денежно-кредитной системы, с одной стороны, и темпами экономического роста с другой.

Опыт большинства стран показывает, что долгосрочные темпы инфляции достаточно сильно коррелируют со степенью развитости финансового рынка. К примеру, Р. Кинг и Р. Левин (1993а)⁴⁵ и Т. Бек, Р. Левин и Н. Лоаза⁴⁶ в своих исследованиях пришли к выводу о том, что показатель банковских кредитов частному сектору и показатель непоплаченных банковских обязательств тесно коррелирует с показателем производительности экономики и темпами реального роста экономики. Различными авторами (Р.Кинг, Р.Левин, Т.Бек, Р.Левин, Н.Лоаза, А.Сендали) в работах, посвященных вопросам взаимосвязи уровня инфляции, экономического роста и уровня развития финансового рынка, были сделаны следующие выводы: развитие фондового рынка сильно коррелирует с высокими темпами реального роста, причем, чем сильнее развит финансовый сектор, тем более сильное воздействие он имеет на реальный сектор, заставляя последний развиваться более быстрыми темпами. Однако, размер эффекта развитости финансового сектора различается в зависимости от различных показателей финансового развития, методики оценки, функциональной формы зависимости.

⁴³ Лопатников Л.И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Дело, 2003. 520 с. 3. Экономический словарь / Под ред. А.И. Архипова. М.: «Проспект».2001. 620 с.

⁴⁴ Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям // Вопросы экономики.1996. № 12. С. 140-151.

⁴⁵ King, Robert G.,and Ross Levine,1993a, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," Quarterly Journal of Economics, Vol.108,pp.717-38.

⁴⁶ Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loyaza,2000, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," Journal of Monetary Economics, forthcoming, p. 53.

Утверждение того, что экономическое развитие во многом ускоряет свои темпы при помощи развития финансового сектора, неизменно требует выявления и разъяснения тех механизмов, посредством которых такое воздействие осуществляется.

Исследования Дж. Гренвуд и Б. Джовановик (1990)⁴⁷; В. Бенцивенга и Б. Смит (1991)⁴⁸ показали, как снижение информационной асимметрии финансовой системой способствует эффективной аллокации инвестиционного капитала, и как обеспечение банковской ликвидности может стимулировать рост сбережений, направляемых на увеличение физического и человеческого капитала.

Рядом исследователей (Дж. Бойд, С. Чой, Б. Смит)⁴⁹ была обнаружена нелинейная связь между инфляцией и финансовым развитием. На основе полученных результатов ими была построена некая теоретическая модель, которая описывала процессы экономического роста, финансового развития и инфляции. Согласно их модели, повышение уровня цен, воздействуя на реальный доход, снижает долю сбережений, чем усугубляет транзакционные, в данном случае информационные противоречия, которые в свою очередь негативно сказываются на развитии финансового сектора. Чем более глубокими являются информационные противоречия, тем более жестко нормируется система кредитования, что снижает уровень инвестиций и тем самым тормозит темпы экономического роста, особенно в долгосрочной перспективе. Однако авторы отмечают, что такой эффект инфляции на экономическую активность посредством финансовой системы возможен лишь при достаточно существенном повышении уровня цен. Более незначительные изменения в инфляционных процессах, при изначально низких показателях инфляции, практически не отражаются на активности реального сектора.

Теоретические находки вышеприведенных авторов стали базой для исследований М. Канн, А. Сендали и Б. Смит (2001)⁵⁰. Они использовали финансовую глубину в качестве показателя степени финансового развития и развили гипотезу о наличии ряда факторов, влияющих на финансовую активность. Среди них ВВП на душу населения, степень открытости, доля правительственных расходов в ВВП и инфляция.

⁴⁷ Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic, 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp.1076-1107.

⁴⁸ Bencivenga, Valerie R., and Bruce D. Smith, 1991, "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *Review of Economic Studies*, Vol.58, pp.195-209.

⁴⁹ Boyd, John H., Sangmok Choi, and Bruce D. Smith. Inflation, Financial Markets, and Capital Formation, *Federal Bank of St. Louis Review*, Vol.11, May/June 1996.

⁵⁰ Khan, Mohsin S., Abdelhak Senhadji, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Depth, IMF Working Paper WP/01/44.

Финансовая глубина измеряется следующими альтернативными индикаторами:

- 1) внутренние кредиты к ВВП;
- 2) {1} + капитализация фондового рынка к ВВП;
- 3) {1} + {2} + капитализация рынка частных и государственных облигаций к ВВП.

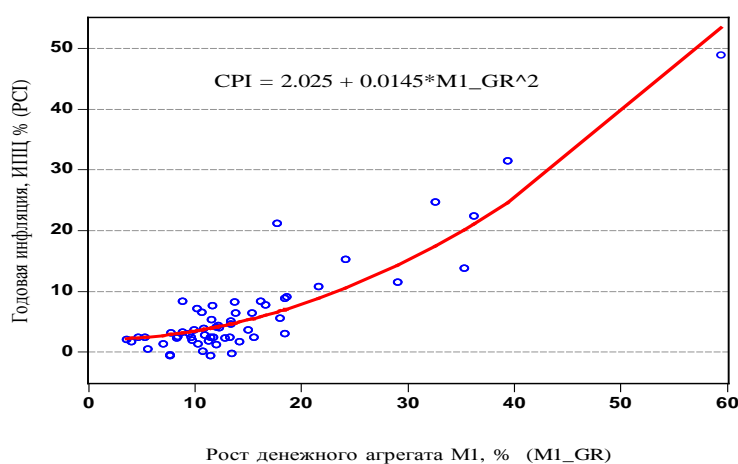
Использование различных показателей очень полезно, так как позволяет определить те из них, которые наиболее сильно реагируют на инфляционные шоки. Авторы создали эконометрическую модель, используя данные 168 стран за период 1960-1999. Их выводы подтвердили гипотезу о том, что рост инфляции имеет слабый позитивный эффект на рост, в случае, когда исходный уровень инфляции низкий и негативный эффект - при исходно высоком уровне инфляции. В частности, авторы обнаружили, что пороговое значение инфляции лежит в интервале 3-6% в год в зависимости от того или иного показателя финансовой глубины, которые они использовали.

М. Барнес (2001)⁵¹ углубил изучение связи финансового развития и инфляции. Он добавил третий компонент в модели и рассчитал собственное пороговое значение инфляции и обнаружил, что этот инфляционный порог составляет 14%. В частности, находка автора в том, что при инфляции ниже 14% связь между экономическим ростом и развитием финансового рынка положительна, в то время как при инфляции выше этого порогового значения не было найдено значительной связи; при инфляции ниже 14% связь между экономическим ростом и инфляцией позитивна, а выше-негативна. Взаимосвязь финансового развития и инфляции имеет интересное влияние на рост. Результаты показали, что ниже порогового уровня инфляции дополнительное увеличение в темпах инфляции уменьшает (ослабляет) положительную корреляцию между экономическим ростом и развитием финансового рынка, а выше порогового значения дополнительное увеличение темпов инфляции или повышает, или не оказывает влияния на вышеупомянутую корреляцию.

Итак, эмпирически и теоретически доказано, что между уровнем монетизации (финансовой глубиной) и уровнем инфляции наличествует достаточно высокая корреляция. В то же время, показатели «финансовой глубины» однозначно влияют на темпы экономического роста. Таким образом, становится очевидным, что изменения уровня инфляции могут иметь существенное влияние на экономическое развитие посредством финансового сектора.

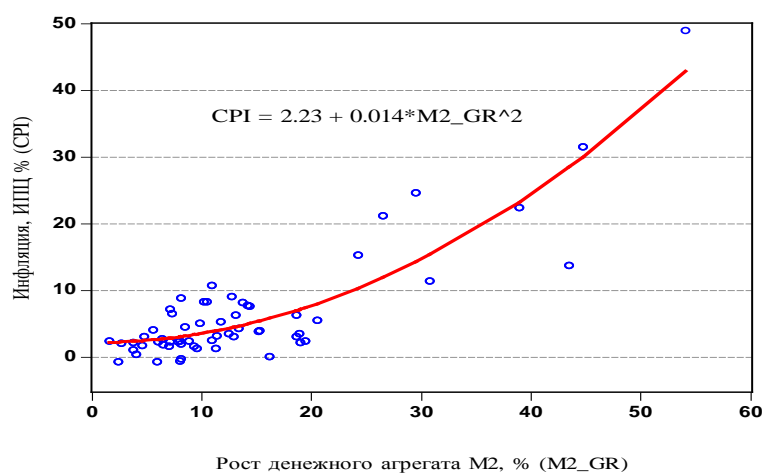
⁵¹ Barnes, Michelle L. Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth, <http://www.economics.adelaide.edu.au/mbarnes/tpg-294.pdf> pdf

Проведенный нами регрессионный анализ показал, что между изменениями уровня инфляции и денежных агрегатов M1 и M2 наличествует сильная корреляция. Однако, как показано на рис. 2 и рис. 3, влияние изменения денежного агрегата M1 на изменение уровня инфляции сильнее (коэффициент корреляции 0.9, $R^2 = 0.84$, значимость на 1%-м уровне), чем влияние M2 на изменение уровня инфляции (коэффициент корреляции 0.85, $R^2 = 0.78$, значимость на 1%-м уровне). Мы объясняем этот факт, предполагая что на самом деле, причиной инфляции являются те деньги, которые направляются в потребление, то есть составляют наличность в обращении, и в меньшей степени те деньги, которые могут считаться отложенными, поскольку M2 как известно, включает среднесрочные вклады населения, а значит включает часть сбережений.



Показатели регрессии	
Коэф. регрессии R	0.9
R квадрат	0.84
Скорректированный R квадрат	0.84
P-value	0.000
Кол-во наблюдений	59

Рис. 2. Связь между ростом денежного агрегата M1 и годовой инфляцией (в среднем за 1999-2003гг., 61 страна).

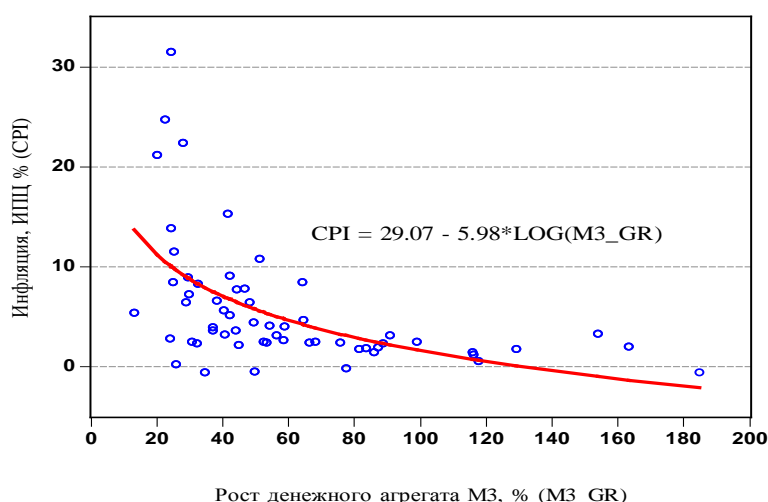


Показатели регрессии	
Коэф. регрессии R	0.85
R квадрат	0.78
Скорректированный R квадрат	0.78
P-value	0.000
Кол-во наблюдений	60

Рис. 3. Связь между ростом денежного агрегата M2 и годовой инфляцией (в среднем за 1999-2003гг., 61 страна).

С другой стороны, нами также был проведен регрессионный анализ между денежным агрегатом М3 и средним уровнем годовой инфляции по странам. Результаты проведенных исследований показали, что между указанными показателями существует незначительная, причем отрицательная корреляция (коэффициент корреляции -0.46 , $R^2 = 0.28$, значимость на 1%-м уровне, см. рис. 4).

Итак, с изменениями денежных агрегатов М1 и М2 пропорционально увеличивается уровень инфляции. Причем, уровень инфляции находится в большей зависимости от М1, чем от М2. Однако, в то же время, изменения в уровне денежного агрегата М3 приводят к обратным изменениям в уровне инфляции. И, если учесть тот факт, что М3 включает в себя помимо М2, еще и долгосрочные финансовые активы, то мы можем заключить, что чем выше доля таких активов в экономике, тем меньшими темпами растет инфляция. Действительно, как пишет Моисеев С.: «В наше время динамика цен определяется денежным предложением только в странах, имеющих недоразвитые финансовые системы и страдающие гиперинфляцией»⁵².



Показатели регрессии	
Коэф. регрессии R	-0,46
R квадрат	0,29
Скорректированный R квадрат	0,27
P-value	0,000
Кол-во наблюдений	59

Рис. 4. Связь между ростом денежного агрегата М3 и годовой инфляцией (в среднем за 1999-2003гг., 61 страна).

Иначе говоря, наличие хорошо развитого финансового рынка позволяет увеличивать денежные предложения без последствий для инфляции или, другими словами, «качественный»⁵³ рост монетизации не ведет к инфляции.

Итак, мы высказали предположение о том, что развитый финансовый сектор не позволяет росту уровня монетизации привести к увеличению уровня инфляции.

⁵² Моисеев С.Р., Взлет и падение монетаризма, «Вопросы экономики №9, 2002, ст.103

⁵³ Примечание: Под «качественным» ростом мы подразумеваем рост монетизации за счет увеличения среднесрочных и долгосрочных активов в структуре денежного предложения.

Нами был проведен регрессионный анализ между уровнем монетизации и уровнем капитализации. Результаты проведенных исследований выявили, что существует достаточно высокая корреляция между этими показателями (коэффициент корреляции 0.67, $R^2 = 0.46$, значимость на 1%-м уровне, см. рис. 5).

Рисунок 5 наглядно иллюстрирует, что влияние изменений в уровне монетизации проявляется на начальном этапе сильнее, чем впоследствии. Замеченная тенденция заставляет сделать вывод о том, что первоначальное увеличение уровня капитализации обусловлено увеличением уровня монетизации, однако при достижении определенного порога, уже сами развитые финансовые рынки генерируют новые финансовые активы (например, производные ценные бумаги), что в свою очередь ведет к увеличению уровня монетизации. Таким образом, страны, отличающиеся высоким уровнем монетизации, обладают более развитыми финансовыми рынками и, поэтому, в структуре денежного предложения этих стран доминируют финансовые инструменты. Помимо этого, можно говорить о том, что такие страны отличаются также и низким уровнем инфляции.

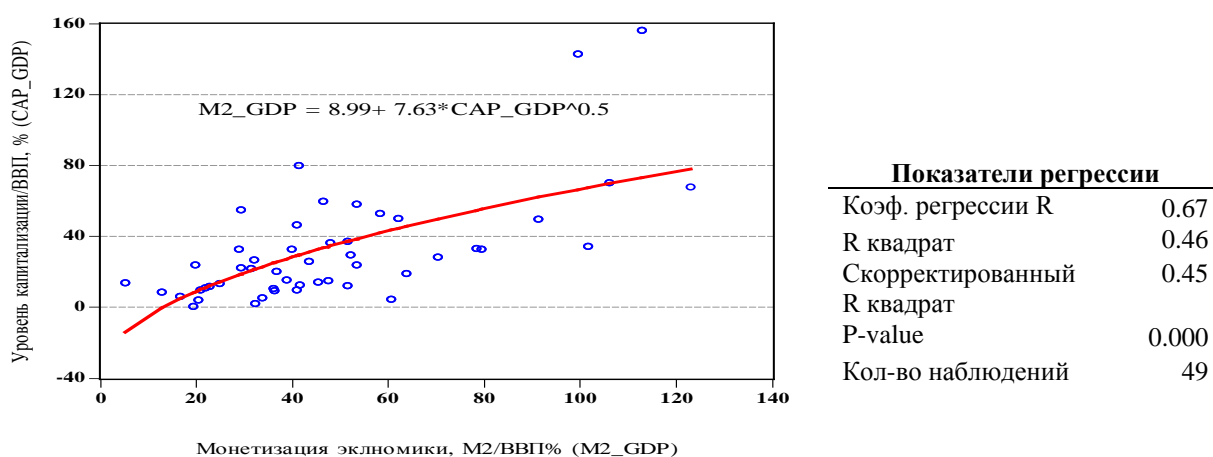
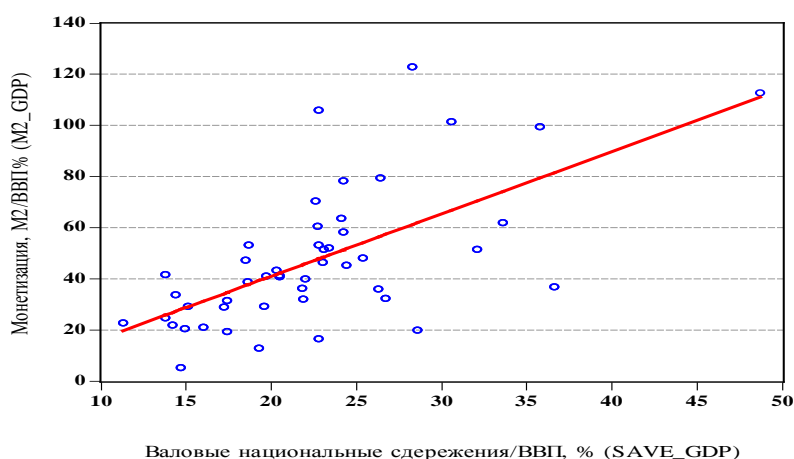


Рис. 5. Связь уровня монетизации и уровня капитализации (в среднем за 1999-2003гг., 61 страна).

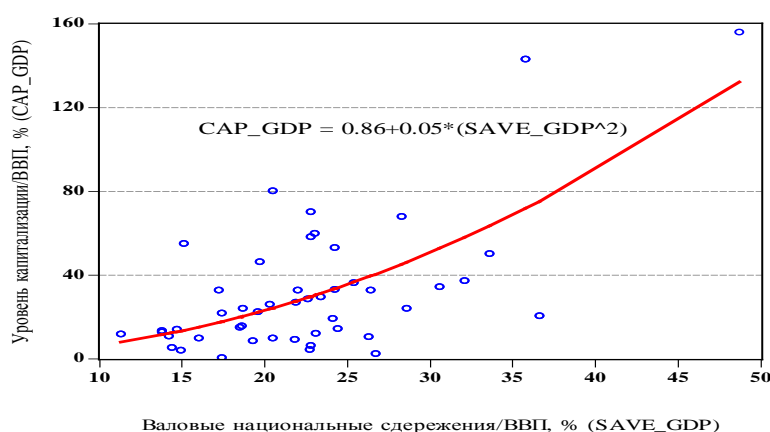
С другой стороны, нами было обнаружена высокая корреляция между уровнем монетизации и уровнем сбережений (коэффициент корреляции 0.67, $R^2 = 0.46$, значимость на 1%-м уровне, см. рис. 6). Иными словами, можно утверждать, что увеличение сбережений неизменно ведет к увеличению уровня монетизации в стране, что верно уже хотя бы потому, что сбережения (по крайней мере среднесрочные) являются составной частью M2, то есть монетизации.

Вместе с тем, изменения уровня капитализации высоко коррелируют с изменениями уровня монетизации (коэффициент корреляции 0.63, $R^2 = 0.45$, значимость на 1%-м уровне, см. рис. 7.).



Показатели регрессии	
Коэф. регрессии R	0.63
R квадрат	0.40
Скорректированный R квадрат	0.40
P-value	0.000
Кол-во наблюдений	48

Рис. 6. Связь между валовыми национальными сбережениями и уровнем монетизации (в среднем за 1999-2003гг., 61 страна).



Показатели регрессии	
Коэф. регрессии R	0.63
R квадрат	0.45
Скорректированный R квадрат	0.44
P-value	0.000
Кол-во наблюдений	48

Рис. 7. Связь между валовыми национальными сбережениями и уровнем капитализации (в среднем за 1999-2003гг., 61 страна).

Таким образом, проведенный выше анализ позволил сделать вывод о том, что если существует высокая корреляция между уровнем монетизации и уровнем капитализации и, в то же время повышение уровня монетизации обусловлено увеличением сбережений, которые, в свою очередь, коррелируют с уровнем капитализации, то все это говорит о возможности достижения неинфляционного повышения уровня монетизации при наличии развитого финансового рынка.

Очевидно, что увеличение денежного агрегата M1, приведет в свою очередь к увеличению агрегата M2. Дальнейшее развитие событий зависит от уровня развитости финансового рынка страны. Если финансовый рынок государства неразвит, то увеличение M2 непосредственно приведет к повышению уровня инфляции со всеми вытекающими отсюда последствиями. Однако, если финансовый рынок развит, то потоки финансовых ресурсов будут направлены на увеличение сбережений, а значит увеличение

МЗ, что, будет способствовать развитию финансового рынка, в частности, росту уровня капитализации экономики, который приведет к более высоким темпам экономического роста.

Страны, обладающие высоким уровнем монетизации и, в то же время, высоким уровнем капитализации, отличаются низким уровнем инфляции. С другой стороны, страны с наиболее низким уровнем монетизации и капитализации, обладают высокими темпами инфляции. Таким образом, мы в очередной раз подтверждаем нашу гипотезу о том, что хорошо развитая финансовая система, трансформируя растущие денежные потоки в финансовые инструменты, не позволяет им стать почвой для возрастания уровня инфляции.

И действительно, Дж. Гарлей и Э. Шау (1955)⁵⁴ одними из первых, исследовавших эту сферу и отметивших необходимость развитой и хорошо функционирующей финансовой системы, рассматривали финансовые рынки как центральный элемент экономической системы, имеющей непосредственное влияние на экономическую активность. Согласно этим авторам, именно различиями в количестве и качестве предоставляемых финансовой системой страны услуг, можно частично объяснить, почему одни страны развиваются быстрее, чем другие.

Вышеизложенное позволило сделать определенные выводы.

Во-первых, как большинство авторов, занимавшихся вопросами взаимосвязи уровня инфляции, экономического роста и развития финансового сектора приходят к выводу, ссылаясь как на теоретические, так и практические исследования, утверждают, что лишь достаточно высокие темпы инфляции отрицательно сказываются на темпах экономического развития. Напротив, на небольшое повышение уровня цен экономика влияет неоднородно и далеко неоднозначно. Таким образом, авторы предлагают различные варианты «порогового значения» для оптимального значения уровня инфляции, причем эти значения варьируют в зависимости от степени развития рассматриваемой экономики.

Во-вторых, большинство авторов приходит к выводу, что именно посредством финансового сектора изменения инфляции могут иметь влияние на экономическое развитие. Причем, такое изменение, то есть повышение уровня цен тем более вероятно, чем менее развит финансовый сектор в экономике. Иными словами, хорошо развитый финансовый рынок, как бы является превентивной мерой для чрезмерного повышения уровня цен при соответствующем увеличении денежного предложения.

⁵⁴ Gurley, John G., and Edward S. Shaw. Financial Aspects of Economic Development, American Economic Review, vol. 65, 1955.

В результате проведенных нами исследований было доказано, что именно наличие развитого финансового рынка не позволяет увеличению денежного предложения (или уровня монетизации) отрицательно сказываться на уровне инфляции, поскольку финансовый сектор поглощает излишек денежного предложения, не позволяя тем самым последнему стать «пищей» для инфляции.

Важно также отметить, что 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 д.к.п., нежели таргетирование денежных агрегатов или обменного курса. Большинство центральных банков мира отдает предпочтение режиму таргетирования инфляции (далее ТИ).

Преимущества и недостатки существующих в мире денежно-кредитных режимов будут описаны в следующей главе.

Глава II.

Режимы денежно-кредитной политики.

В предыдущей главе мы рассмотрели вопрос о взаимосвязи инфляции, экономического роста и развитости финансовой системы в экономике. Таким, образом, выводы, к которым мы пришли, говорят о том, что 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 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.

В этой связи, данная глава будет посвящена характеристике основных существующих режимов д.к.п.; также будет изучен опыт некоторых стран, в соответствии с выбранным режимом. Помимо этого будет дана оценка успешности данных режимов в достижении намеченных ориентиров (номинального якоря) и соответственно общего макроэкономического развития рассмотренных стран.

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»⁵⁵. 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

⁵⁵ Eichengreen B. Monetary Regime Transformations. — New York: Oxford University Press. 1991. 86 p.

значительной мере зависит от текущих макроэкономических и институциональных условий и преобладающего канала денежной трансмиссии»⁵⁶.

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);
- ◆ 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.⁵⁷.

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 (см. Приложение 1). 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. Как видно из рисунка 8, наиболее неудачным режимом д.к.п., с точки зрения достижения низкого и стабильного уровня инфляции, 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 краткосрочном 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.

⁵⁶ 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.

⁵⁷ Примечание: Последняя группа подразумевает страны, которые прибегают к тому или иному якорю в проведении д.к.п. в зависимости от сложившейся ситуации.

Как мы можем видеть, на рисунке 8 отражена динамика инфляционных процессов в странах мира, в зависимости от применения той или иной монетарной политики. 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.

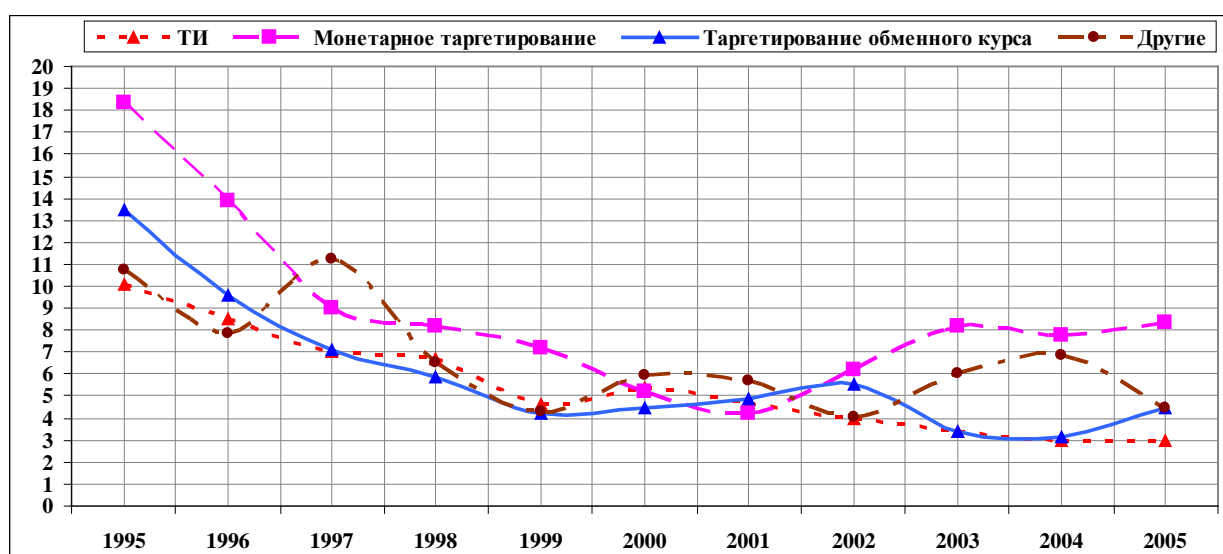


Рис. 8. Уровень инфляции в странах, в зависимости от применения режима д.к.п. за 1995-2005гг.⁵⁸

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:

⁵⁸ World Bank: World Development Indicators, 2007 - <http://devdata.worldbank.org/dataonline/> (Здесь и далее использованы последние данные, опубликованные Всемирным банком, датируемые 2005 годом).

- отсутствие денежно-кредитной автономии (невозможность эмиссии независимой валюты);
- фиксация валютного курса (различные варианты фиксации, включая валютные коридоры и ползучую⁵⁹ 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.);
- слабый номинальный якорь (экономика находится в условиях «свободного падения», инфляция превышает 40%, что не позволяет определить якорь);
- денежный якорь (номинальным якорем служит денежный агрегат).

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 моделей д.к.п. остается в практике многих стран мира (см. Приложение 2). Таковую 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..

Рассмотрим подробнее основные три режима д.к.п., а также опыт стран, реализующих в своих монетарных политиках указанные режимы. В проведенном анализе нами были выбраны 7 стран (Эстония, Болгария, Словения, Армения, Россия, Чехия и Казахстан), сгруппированные в зависимости от осуществления того или иного монетарного режима. Список выбранных стран определяется в большей степени

⁵⁹ Примечание: Термин «ползучая привязка» подразумевает удержание со стороны ЦБ валютного курса в рамках определенного коридора, который в свою очередь не фиксирован, а может изменяться по усмотрению органов финансовой политики.

успешностью проводимой ими д.к.п. в рамках того или иного монетарного режима, а также попыткой сравнения д.к.п. Армении с монетарными политиками данных стран.

Для проведения межстранового анализа, нами был выбран определенный набор макроэкономических показателей, который бы позволил судить о развитости рыночной экономики данной страны. Во-первых, мы рассмотрели динамику роста ВВП, уровня цен и монетизации, которая позволила бы составить мнение о темпах экономического роста, при определенном уровне инфляции в данной стране, наряду с увеличением или уменьшением денежного предложения, т.е., уровня монетизации.

Была рассмотрена ежемесячная динамика инфляции в странах, а также колебания обменного курса национальной валюты, что дало возможность составить мнение об успешности или неудачах проводимой валютной политики в данной стране.

Об улучшении или ухудшении инвестиционного климата страны позволили судить два основных показателя: чистый приток прямых иностранных инвестиций в процентном соотношении к ВВП, а также подушевое распределение прямых иностранных инвестиций в фактическом выражении (в долларах США).

Наконец, выводы о развитости и динамике развития финансового рынка стран, позволили сделать следующие показатели⁶⁰:

- ВВП на душу населения;
- расходы населения на конечное потребление;
- капитализация рынка (в % от ВВП);
- совокупные кредиты реальному сектору (в % от ВВП).

Таким образом, на примере данных стран, мы попытаемся сделать выводы о причинах успешности того или иного режима монетарной политики, а также о том, какой режим д.к.п. наиболее приемлим для Армении.

⁶⁰ Примечание: Рассмотрев данные показатели мы попытаемся доказать, что с увеличением подушевого дохода, происходит уменьшение расходов населения на конечное потребление и отток излишков доходов в финансовый сектор.

2.1. Анализ практики таргетирования 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»⁶¹.

Оценка истории развития режимов валютного курса с позиции обновленной классификации МВФ дает неожиданные результаты. Как оказалось, множественные валютные курсы, и черные валютные рынки до сих пор широко распространены. В послевоенный период двойные валютные курсы существовали почти во всех промышленно развитых странах, не говоря уже о незаконных параллельных рынках валюты (см. таблицу 1).

Например, в 1950 г. 45% всех стран мира официально установили двойные валютные курсы. Практика множественности курсов продержалась вплоть до 1990-х гг. В Великобритании они просуществовали до 1970-х гг., в Италии – до 1980-х гг., а в Бельгии и Люксембурге – до 1990-х гг., когда начался процесс перехода на евро. Среди стран с развивающимися рынками доля государств с двойным курсом снизилась с 32% в 1980-х гг. до 20% в 1990-х годах. Если принять во внимание широкое распространение параллельных валютных рынков, то выясняется, что в период Бреттон-Вудской системы плавающие курсы не были так уж редки. Режимы валютного курса около 45% стран в 1970-х гг. можно, скорее, охарактеризовать не как фиксацию, а как управляемое или даже независимое плавание.

Часть внешнеэкономических сделок проводилась на основе официального фиксированного курса. Однако, для остальных операций ориентиром служил валютный курс черного рынка, который постепенно снижался. В 1980-90гг. тенденция изменилась: под вывеской формального плавания органы финансовой политики удерживали курс в узком диапазоне колебаний, нередко даже в более узком, чем в период Бреттон-Вудской системы.

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

Таблица 1. Эволюция валютных режимов в 1990-х гг., % от числа стран-членов МВФ⁶².

Режим валютного курса	1991 год	1996 год	2001 год
Формальный режим валютного курса			
Фиксированный курс	61,3	45,3	
в т.ч. ограниченно гибкий	9,0	8,8	
Плавающий курс	38,7	54,7	
Независимое плавание	18,1	28,7	
Управляемое плавание	20,6	26,0	
Фактический режим валютного курса			
Фиксированный курс	76,4	66,5	55,9
Жесткая привязка	16,1	16,2	25,8
Мягкая привязка	60,2	50,33	30,1
Плавающий курс	23,6	33,5	44,1
Независимое плавание	7,5	12,4	21,5
Управляемое плавание	16,1	21,1	22,6
ИТОГО	100,0	100,0	100,0

Примечание: за 2001 г. отсутствует статистика формальных режимов, поскольку МВФ с 1999 г. больше не поддерживает старую классификацию режимов валютного курса.

Наибольшей популярностью в мире в 1970-2001 гг. пользовались режимы ползучей привязки и узкого наклонного коридора. Последнее десятилетие XX века ползучей привязки придерживалось 36%, а наклонного коридора – 42% стран. Режимы валютного курса значительной части стран (12.5%) вообще трудно классифицировать. Условно их режимы можно обозначить как «свободное падение» – инфляция превышала 40% в год, и органы финансовой политики отказывались от каких-либо обязательств по отношению к валютному курсу. В 1990-х годах свободное падение наблюдалось в 41% стран с переходной экономикой, включая Россию.

В таблице 2 представлены все известные варианты валютных режимов в соответствии с классификацией МВФ, а также основные модели д.к.п. и их соответствие с перечисленными валютными режимами.

Однако, несмотря на столь широкую классификацию валютных режимов, тем не менее, нам представляется возможным обобщить этот список в два основных вида:

- фиксированный обменный курс;
- плавающий обменный курс.

Многие страны прошлого столетия выбирали в качестве режима д.к.п. фиксацию валютного курса. Такой выбор был оправдан положительными результатами в достижении основной цели монетарной политики – стабильного и низкого уровня цен. В основе такого подхода монетарной политики лежит обеспечение стабильного обменного курса через процентные ставки и прямые валютные интервенции и использование его в качестве промежуточного номинального якоря д.к.п..

⁶² Bubula A/ and Otker-Robe I, The Evolution of Exchange Rate Since 1990: Evidence From De Facto Policiec// IMF Working Paper, № 155. 2002, p. 136.

Таблица 2. Режимы денежно-кредитной политики и валютные режимы.

Режимы денежно-кредитной политики		Таргетирование инфляции	Таргетирование обменного курса	Таргетирование денежного предложения	Не классифицируемые режимы д.к.п.
Валютные режимы	Характеристика валютного режима				
Свободно плавающий курс (<i>Independently floating</i>)	Валютная финансовая политика страны формируется в определенной степени самостоятельно в условиях использования свободноплавающего режима.	+		+	+
Фиксированный валютный курс (<i>exchange rate peg</i>)	В качестве номинального якоря является привязка курса национальной валюты к курсу более стабильной иностранной валюты или к корзине валют.		+		
Управляемый плавающий курс или «валютный комитет» (<i>currency board</i>)	Рост денежной базы привязывается к росту валютных резервов и осуществляется в форме покупки иностранной валюты.			+	
“Ползущая привязка” (<i>crawling peg</i>)	Объявляется верхний или нижний предел изменения валютного курса национальной денежной единицы за определенный период.			+	
Фиксированный курс с допускаемым пределом или “целевой зоной” (<i>exchange rate band</i>)	Установление коридора колебаний курса национальной валюты, в рамках которого обменный курс может колебаться совершенно свободно, ЦБ вмешивается только в тех случаях, когда есть опасность выхода за пределы коридора.		+		
Фиксированный валютный курс с ползучим горизонтом (<i>exchange rates within crawling bands</i>)	Курс национальной валюты допускает колебания в пределах $\pm 1-2\%$ от фиксированной ставки, с периодической корректировкой обменного курса.	+	+		
Регулируемый плавающий валютный курс с не установленным заранее горизонтом валютного курса (<i>managed floating with no pre-determined path for the exchange rate</i>)	Органы финансовой политики пытаются влиять на обменный курс без официально установленного целевого ориентира, т.е. обменного курса.	+		+	+
Фиксированный валютный курс с неустановленной официально валютой привязки (<i>exchange arrangements with no separate legal tender</i>)	Иностранная валюта действует в экономике страны как официальное платежное средство, либо страна является членом валютного или денежного союза, где используется одно платежное средство.		+		+
Фиксированный валютный курс с горизонтальной привязкой (<i>pegged exchange rates within horizontal bands</i>)	Величина валютного курса колеблется как минимум в пределах $\pm 1-2\%$ от зафиксированного обменного курса.	+	+		

Примечание. Знак «+» означает возможность применения данного валютного режима при данном режиме д.к.п..

Таким образом, по сути импортируется инфляция из страны привязки валюты. «В начале переходного процесса, когда наблюдается быстрая долларизация экономики, политика таргетирования обменного курса может быть наилучшим выбором для страны и играет существенную роль в сокращении инфляции, поскольку инфляционные эффекты девальвации внутренней валюты смягчаются»⁶³.

⁶³ Sachs, J. (1996) “Economic Transition and American Economic Review, 86, pp.147–152.

Объявляется заранее целевой уровень номинального обменного курса, что позволяет экономическим агентам иметь ясную и прозрачную информацию о будущем уровне инфляции, поскольку оба они имеют однородную монетарную природу, что заставляет предприятия и население ассоциировать стабильный обменный курс со стабильной инфляцией. Таким образом, привязка курса является надежным, прозрачным и пользующимся доверием экономических агентов номинальным якорем д.к.п..

Существуют несколько вариантов привязки. Основным считается привязка курса национальной валюты к курсу более стабильной иностранной валюты (например, к доллару США или к корзине валют – евро). При выборе такой валюты учитывается ее стабильность на мировом рынке, а также объем торговых операций с данной страной, желательно чтобы это была валюта основного торгового партнера.

Кроме того, существует другой способ привязки национальной валюты, а именно установление определенного коридора колебаний национальной валюты, в рамках которого обменный курс может варьировать без вмешательства ЦБ страны.

Другой способ привязки – это так называемая «ползучая привязка», при которой ЦБ устанавливает верхний и нижний предел коридора на определенный период времени.

Наконец, в качестве фиксации курса национальной валюты используется валютное управление, когда рост денежной базы привязывается к росту валютных резервов и осуществляется в форме покупки иностранной валюты.

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 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.

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. Попробуем рассмотреть монетарную политику вышеперечисленных стран и, обобщив их опыт, сделать определенные выводы по поводу осуществления политики таргетирования обменного курса в денежно-кредитной политике страны. В качестве удачного примера проведения политики таргетирования обменного курса можно привести Эстонию.

С распадом СССР в 1991 году Эстония, как и все другие республики Советского Союза, получила независимость. Вместе с тем, Эстония получила возможность проводить независимую д.к.п.. Практически сразу после получения независимости, в монетарной политике страны была выбрана модель «таргетирования обменного курса». Причиной

тому, в первую очередь, явилась достаточная обеспеченность Эстонии золотовалютными резервами на период начала осуществления реформ (см. таблицу 3).

Таблица 3. Обеспеченность золотовалютными резервами и счет текущих операций⁶⁴.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Золотовалютные резервы, включая золото и US\$	197,50	389,25	446,42	583,01	639,77	760,04	812,91	855,81	922,84	822,45	1003,16	1376,70
Золотовалютные резервы, за вычетом золота и US\$.	170,18	386,12	443,35	579,91	636,82	757,72	810,60	853,49	92064	820,24	1000,42	1373,36
Обеспеченность золотовалютными резервами в % к импорту	3,27	3,72	2,60	2,40	2,17	2,07	1,98	2,29	2,07	1,74	1,81	1,98
Профицит/дефицит текущего счета в % к ВВП	0,94	0,59	-4,44	-387	-9,14	-12,17	-9,15	-5,67	-5,71	-6,05	-12,32	-13,72

20 июня 1992 года была введена национальная денежная единица – эстонская крона. Валютным режимом был выбран «валютный комитет» (*currency board*), валютой привязки стала немецкая марка (1 марка = 8 крон), а с 1999 года – евро (1 евро = 15,6466 крон). Законодательной основой режима послужил Закон об обеспечении эстонской кроны, вступивший в силу в тот же день. «Закон предусматривал полное покрытие эмитированных Банком Эстонии иностранными резервами по фиксированному курсу, не допуская денежной базы, кроме как вследствие изменения валютных резервов; предписывал Банку Эстонии гарантировать свободный обмен эстонской кроны на свободно конвертируемую валюту по официальному курсу; налагал запрет на изменение номинального курса кроны Банком Эстонии. ... В рамках реформы была введена полная конвертируемость эстонской кроны по текущим операциям. Ограничения по капитальным операциям были полностью сняты в 1994 году»⁶⁵.

«Основной целью д.к.п. Эстонии является обеспечение стабильного уровня цен.

Основными инструментами монетарной политики Эстонии являются:

- операции на открытом рынке (в том числе на валютном рынке);
- учетная ставка;
- резервы коммерческих банков в ЦБ».⁶⁶

Рассмотрим основные макроэкономические показатели Эстонии за последние 10-15 лет.

⁶⁴ Источник: EP - Eesti Pank /Bank of Estonia (<http://www.eestipank.info>)

⁶⁵ С. Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. «Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках». Москва, июль, 2003г. Стр.11-12.

⁶⁶ Источник: EP - Eesti Pank /Bank of Estonia (<http://www.eestipank.info>)

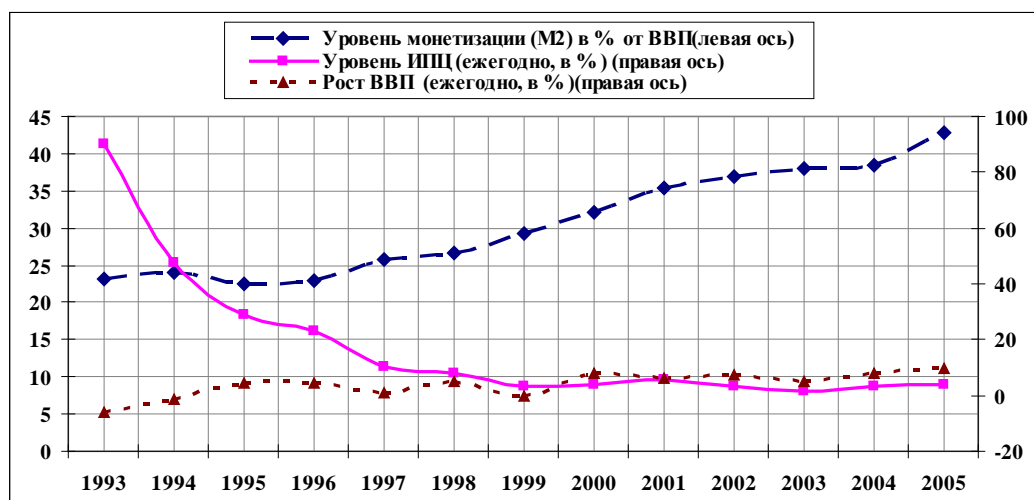


Рис. 9. Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %) ⁶⁷.

С момента введения режима «валютного комитета» Эстонии все же не удалось достичь немедленного снижения уровня инфляции, который оставался достаточно высоким на протяжении еще нескольких лет. Как видно на рисунке 9, уровень инфляции в Эстонии имеет тенденцию к снижению на протяжении 5-6 лет (1993-1998(9)гг.), затем заметна стабилизация уровня цен. С другой стороны, уровень монетизации, наоборот, за рассмотренные 10 лет возрос с 23,1% от ВВП до 40% от ВВП, что позволяет сделать вывод о том, что, несмотря на то, что денежное предложение имело тенденцию к росту, уровень инфляции все же постоянно снижался. Что касается экономического роста, то, несмотря на не очень высокие темпы, все же можно наблюдать динамику роста в пределах рассматриваемого периода.

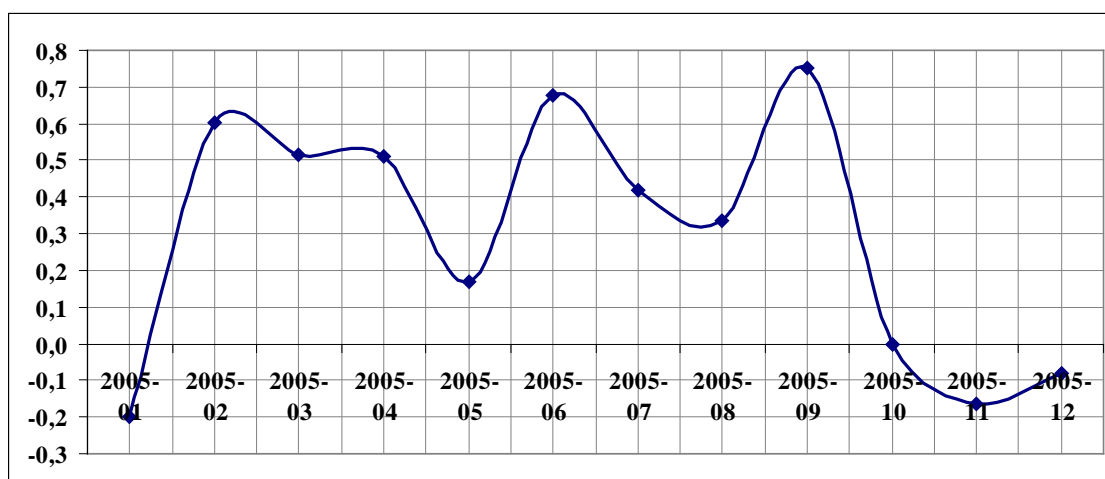


Рис. 10. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в Эстонии ⁶⁸.

⁶⁷ Примечание: Здесь и далее с целью обеспечения сопоставимости показателей по различным странам были использованы данные, публикуемые Всемирным Банком с разрывом в два года, а именно данные за 2005 год, опубликованные в 2007 году.

⁶⁸ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts.

Ежемесячное изменение уровня инфляции в Эстонии в 2005 году нельзя назвать стабильным, хотя можно говорить о достаточно низком уровне (см. рис. 10).

Судить о валютной политике в Эстонии можно, исходя из рисунка 11, который отражает колебания обменного курса национальной валюты за последние 6 лет. Как мы видим, валютный курс на протяжении рассматриваемого периода был достаточно стабилен и не претерпевал сильных скачков, за исключением небольших колебаний, обусловленных, по всей видимости, внутренними или внешними шоками в определенные периоды.

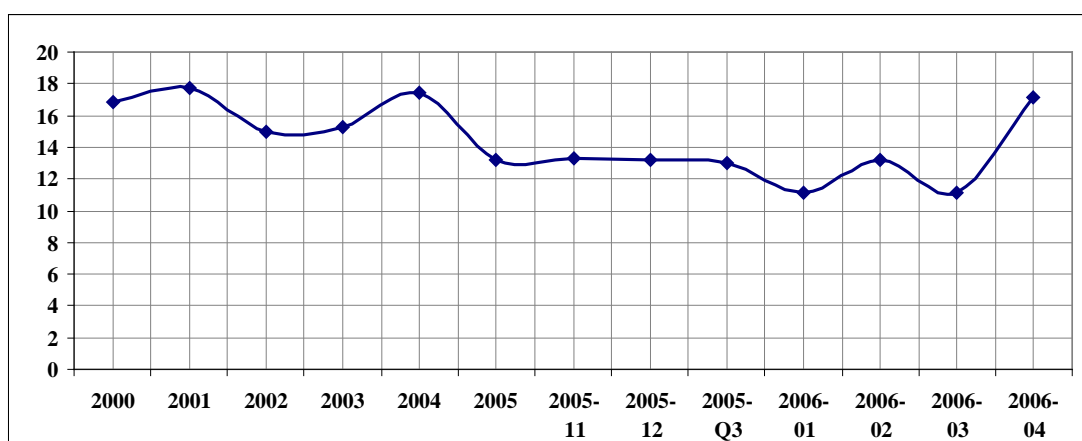


Рис.11. Изменение обменного курса в Эстонии (ежегодный рост, %) ⁶⁹.

Инвестиционный климат страны показывает заметные улучшения, о чем можно судить по росту прямых иностранных инвестиций в страну за 11 лет (1992-2003гг), что также отразилось на подушечном распределении притока иностранного капитала в Эстонии (см. рис. 12).

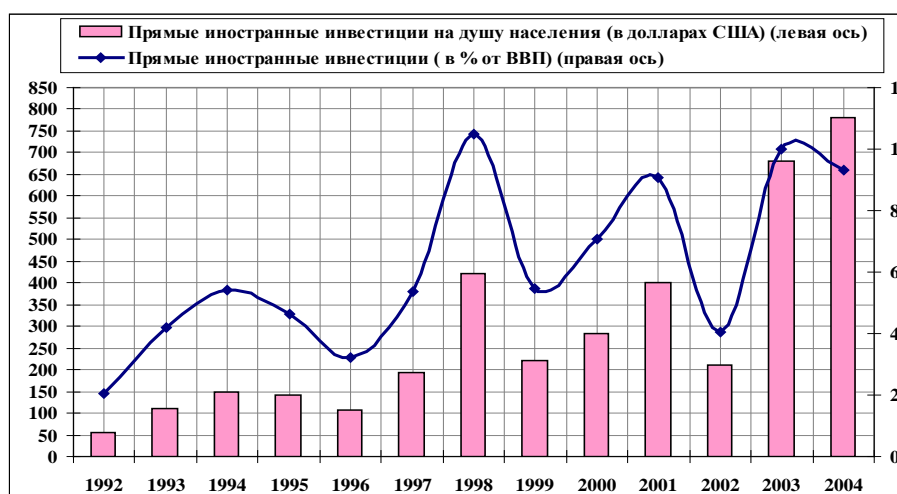


Рис. 12. Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (в % от ВВП) ⁷⁰.

⁶⁹ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts

Повышение уровня жизни населения с 1992 года отражено на рисунке 13. Обратим внимание на то, что, несмотря на увеличение подушевого дохода, расходы населения на конечное потребление имеют тенденцию к снижению.

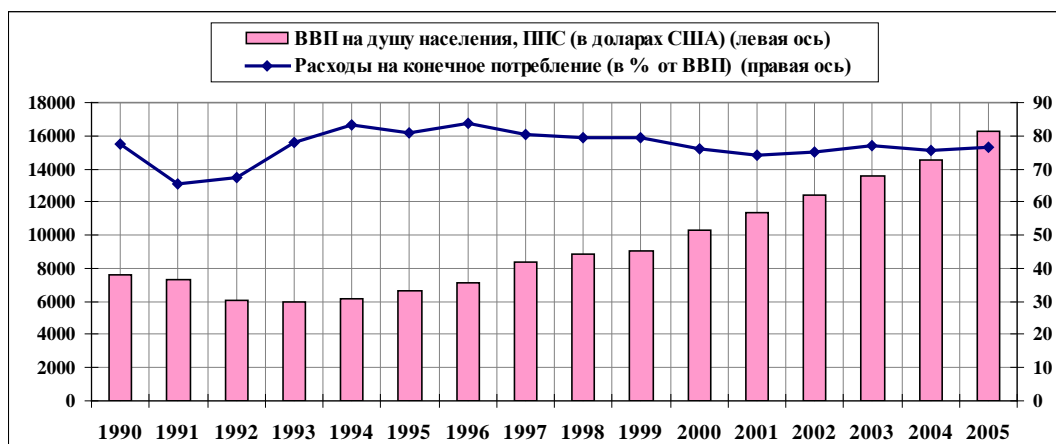


Рис. 13. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (в % от ВВП)⁷¹.

С другой стороны, как показывает следующий рисунок, за период 1997-2003гг. заметно значительное улучшение основных показателей, характеризующих развитие финансового рынка страны (см. рис. 14). Уровень капитализации рынка с 23,3% в 1997 году повысился до 34,5% в 2003 году. Доля совокупных кредитов в валовом национальном продукте страны увеличилась с 25% в 1997 году до 33,2% в 2003 году, а в в 2005 году до 60%.

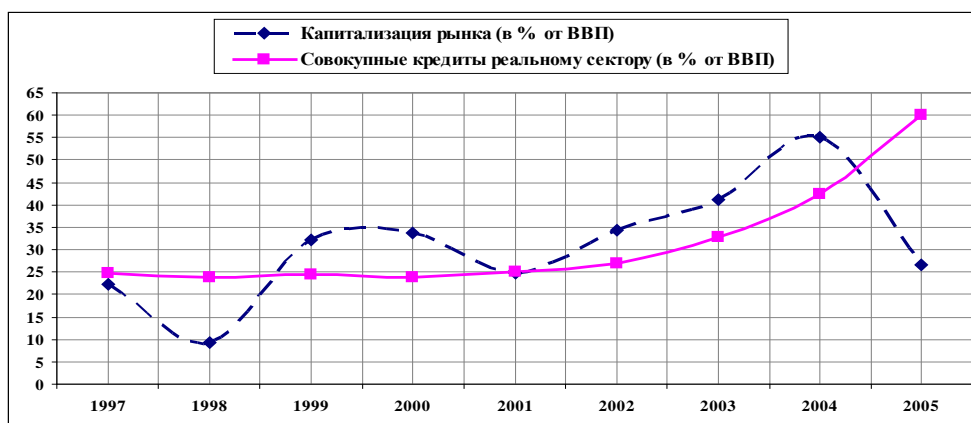


Рис. 14. Основные показатели финансового рынка Эстонии⁷².

В целом, можно утверждать, что с момента введения «валютного комитета» в Эстонии, экономика страны не претерпевала никаких резких спадов, а напротив,

⁷⁰ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

⁷¹ Там же

⁷² Там же

развивалась достаточно стабильно быстрыми темпами, свидетельством чего являются основные макроэкономические показатели за последние 10-15 лет.

Другой страной, успешно реализующей политику таргетирования обменного курса можно считать Болгарию.

После нескольких, существенно подорвавших экономику страны, кризисов 1 июля 1997 года органами финансовой политики Болгарии было принято решение о переходе на режим фиксированного обменного курса. Так же как и в Эстонии, в качестве валютного режима был выбран «валютный комитет». Валютой привязки стала немецкая марка (1 марка = 1000 лев), а с 5 июля 1999 года валютой привязки стало евро. Был также установлен коридор с диапазоном $\pm 0,5\%$.

«Согласно закону о Национальном банке Болгарии совокупность денежных обязательств БНБ не должна превышать стоимости валютных резервов, рассчитанных в левах по официальному обменному курсу. Одной из особенностей д.к.п. в Болгарии, отличающей ее от классического «валютного комитета», является ограниченная способность Национального банка выступать в качестве кредитора последней инстанции по отношению к коммерческим банкам. Возможности по кредитованию ограничены величиной превышения резервов над обязательствами ЦБ»⁷³.

Фактически монетарную политику Болгарии можно считать достаточно гибкой по сравнению с классическим вариантом «валютного комитета», тем не менее, соблюдаются основные правила выбранного режима: жесткое обязательство по поддержанию курса национальной валюты, которое подкреплено более чем 100% покрытием денежной базы валютными резервами. Кроме того, законодательством наложен запрет на кредитование государственного бюджета.

Болгария является отличным примером удачного осуществления д.к.п. при обменном курсе в качестве номинального якоря. Доказательством тому может служить немедленное улучшение практически всех макроэкономических показателей экономики страны с момента введения «валютного комитета».

Успехи в проведении макроэкономической и монетарной политики в Болгарии очевидны. Достаточно указать некоторые достигнутые результаты, чтобы убедиться в этом. Макроэкономическая и финансовая стабильность в стране сопровождается устойчивым экономическим ростом, который составил 6% в 2005 году и тем самым приблизил ВВП страны к потенциальному. За последние 8 лет рост ВВП составил в среднем 4,5%, что способствовало постепенному повышению уровня жизни в Болгарии.

⁷³ С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко, С. Пономаренко, П. Трунин, С. Четвериков. «Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках». Москва, июль, 2003г. Стр.8-9.

После успешно проведенной приватизации государственных рынков, на данный момент банковская система Болгарии находится исключительно во владении частных и иностранных инвесторов. С конца 2003 года доля иностранного капитала в активах коммерческих банков Болгарии составляла более 80%, а к 2005 году уже 98% активов коммерческих банков принадлежит частному сектору.

Проведение с момента провозглашения «валютного комитета» в качестве монетарного режима жесткой фискальной политики обеспечило налогово-бюджетную стабилизацию и устойчивое развитие процесса сбалансированности бюджета страны. За 4 года (2001-2005гг.) государственный долг страны снизился с 80% от ВВП до уровня 30% от ВВП.

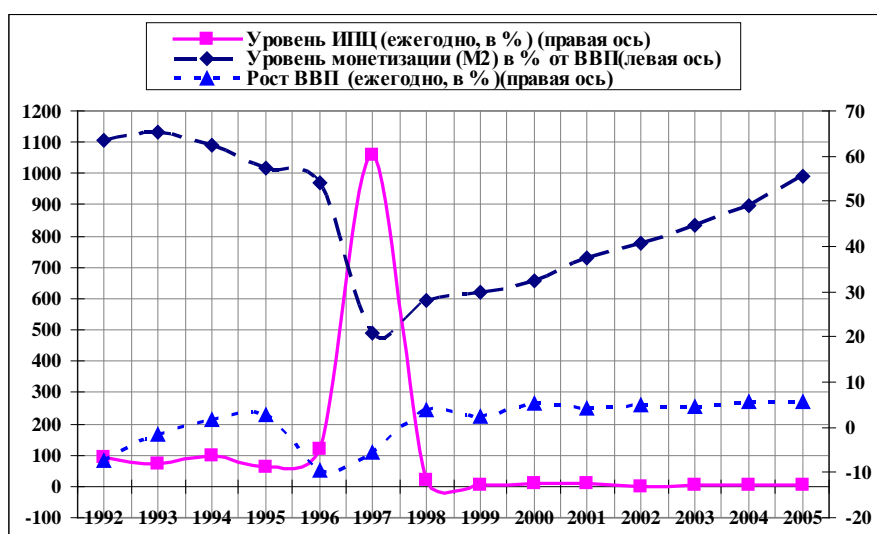


Рис. 15. Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %) ⁷⁴.

Показатель инфляции снизился практически сразу после введения «валютного комитета» и оставался низким и стабильным на протяжении последующих лет (см. рис. 15). Сравнительно стабильный и низкий уровень инфляции сопровождается приближением процентных ставок в Болгарии к уровню процентных ставок в Еврозоне. Наряду с этим, начиная с года введения «валютного комитета» наблюдается увеличение уровня монетизации экономики. Более того, уровень экономического роста в рекордно короткие сроки (буквально в течении одного года) повысился с минусового значения (-9,4% в 1997 году) до 3,9%-го роста в 1998 году и оставался примерно на таком же уровне в последующие годы.

⁷⁴ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

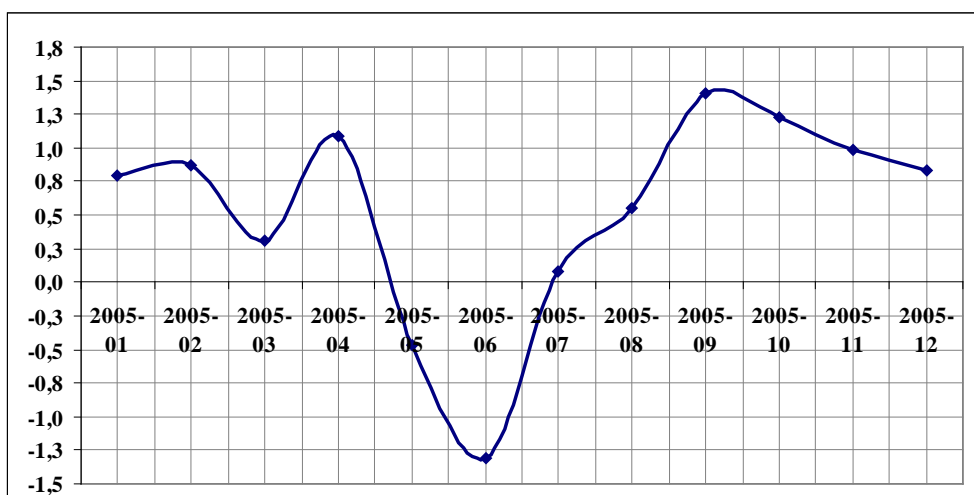


Рис. 16. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в Болгарии.⁷⁵

Ежемесячные колебания инфляции в 2005 году отличаются достаточно низким уровнем. Можно также говорить о достаточно стабильной динамике уровня цен, за исключением наблюдаемой дефляции в июне, что, скорее всего, обусловлено сезонными колебаниями (см. рис. 16).

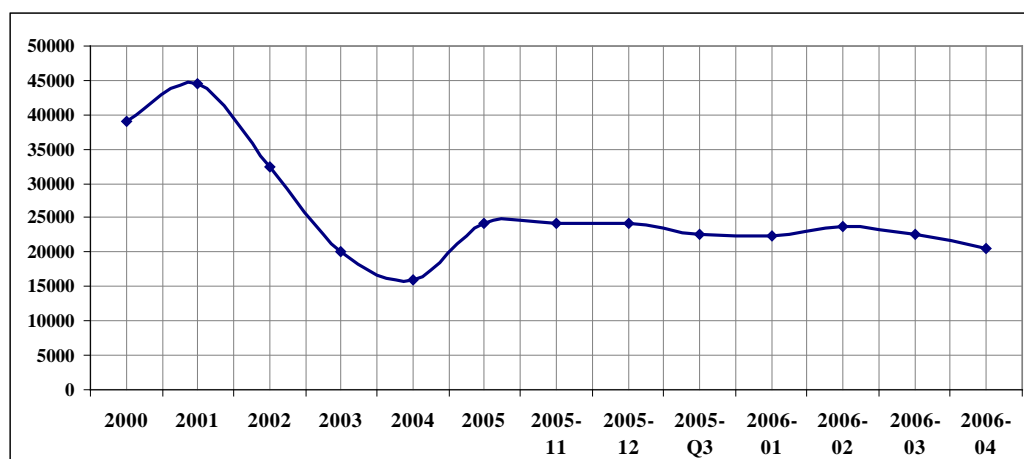


Рис. 17. Изменение обменного курса в Болгарии (ежегодный рост, %)⁷⁶.

Колебания обменного курса национальной валюты Болгарии отражены на рисунке 17, где, как мы видим, после некоторого снижения валютного курса в течении четырех лет (2001-2004гг.) обменный курс национальной валюты стабилизировался и не был подвержен резким колебаниям в последующие годы.

Улучшение инвестиционного климата, начиная с 1998 года также очевидно (см. рис. 18). Как видно на рисунке 18, непосредственно после проведенных реформ наблюдается резкое повышение уровня притока иностранного капитала, а также увеличение подушевого распределения прямых иностранных инвестиций.

⁷⁵ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts.

⁷⁶ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts

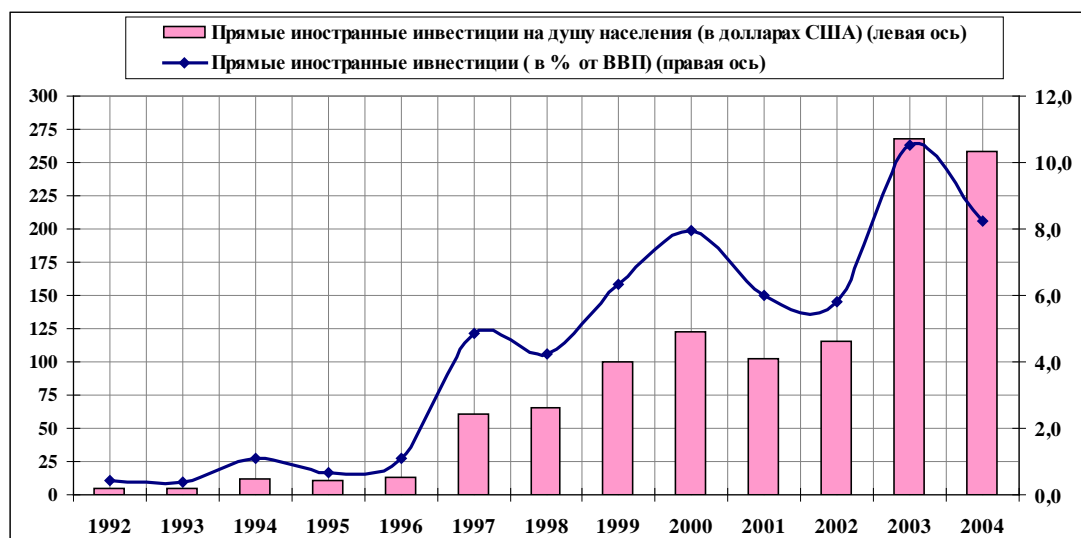


Рис. 18. Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (в % от ВВП)⁷⁷.

Подушевой доход населения в Болгарии также имеет тенденцию к росту и, вместе с тем, так же как и в Эстонии, расходы населения на конечное потребление если не снизились, то, по крайней мере, остались на том же уровне (см. рис. 19). Исходя из этого, можно сделать вывод, что излишек доходов населения не уходит на конечное потребление, а направляется в финансовые ресурсы, что свидетельствует о развитии финансового рынка страны (см. рис. 20).

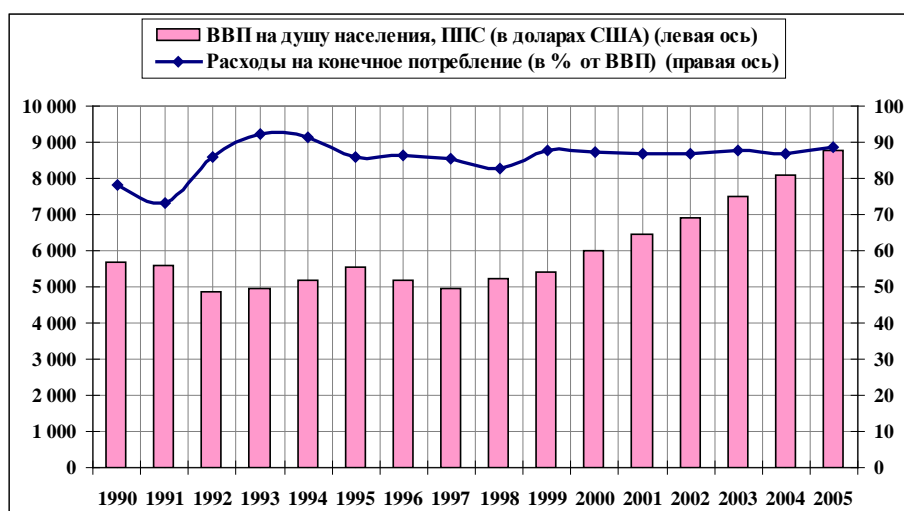


Рис. 19. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (в % от ВВП)⁷⁸.

Несмотря на все еще доминирующий банковский сектор в финансовой системе страны, финансовый рынок Болгарии, тем не менее, преодолел недавнюю

⁷⁷ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

⁷⁸ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

изолированность от мировых финансовых рынков. Как видно на рисунке 20, основные показатели имеют тенденцию к росту и, хотя нельзя говорить о высоких темпах развития, тем не менее, можно утверждать, что финансовый рынок Болгарии имеет все шансы достичь успехов. Особенное развитие наблюдается в 2000-2003 гг., когда капитализация рынка с 3,7% в 2000 году повысилась до 20% в 2005 году, совокупные кредиты реальному сектору с 15% в 2000 году повысились до 27,6% в 2003 году, в 2005 году до 45,5%.

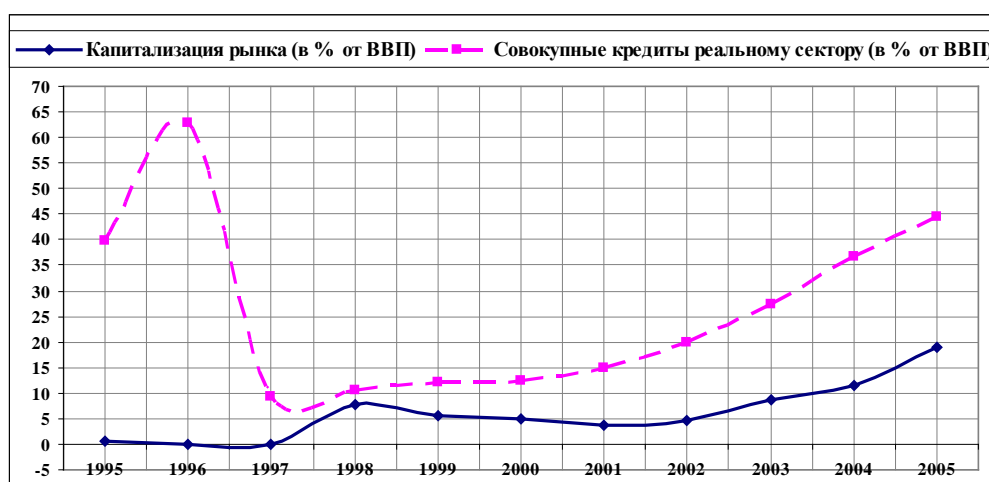


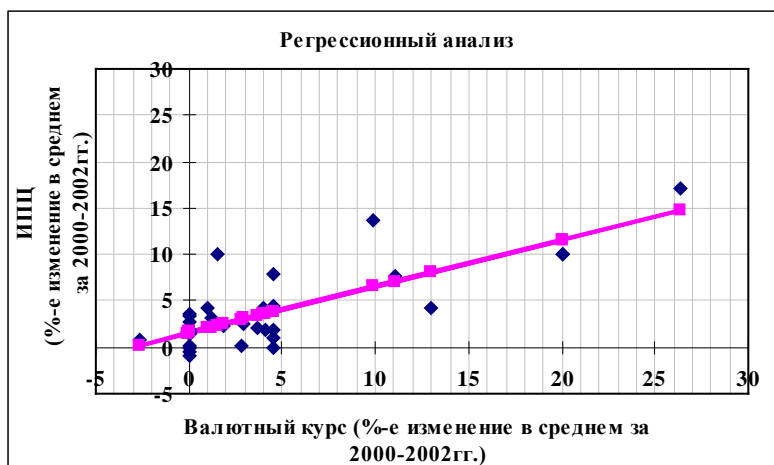
Рис. 20. Основные показатели финансового рынка ⁷⁹.

В целом можно сказать, что Болгарии является одним из самых удачных примеров успешного проведения политики «валютного комитета», о чем свидетельствует улучшение основных макроэкономических показателей страны за последние 8-9 лет, что подтверждает факт того, что возможно достигнуть хороших результатов в макроэкономической и монетарной политике страны даже за столь небольшой период времени.

Несмотря на примеры двух рассмотренных выше 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 обуславливается 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.

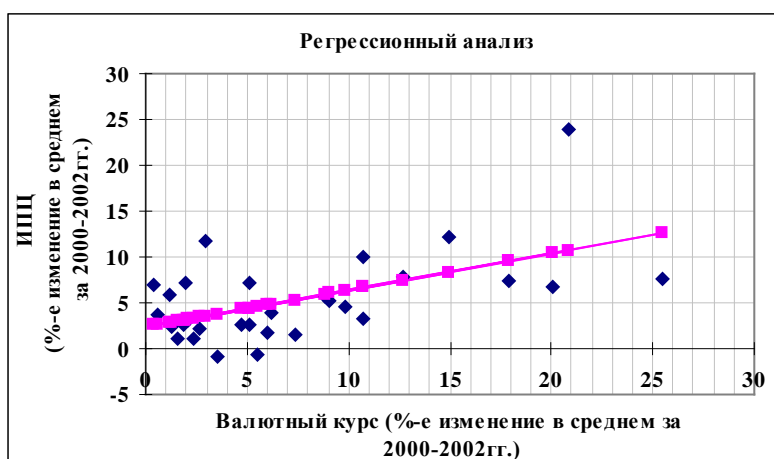
⁷⁹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007



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

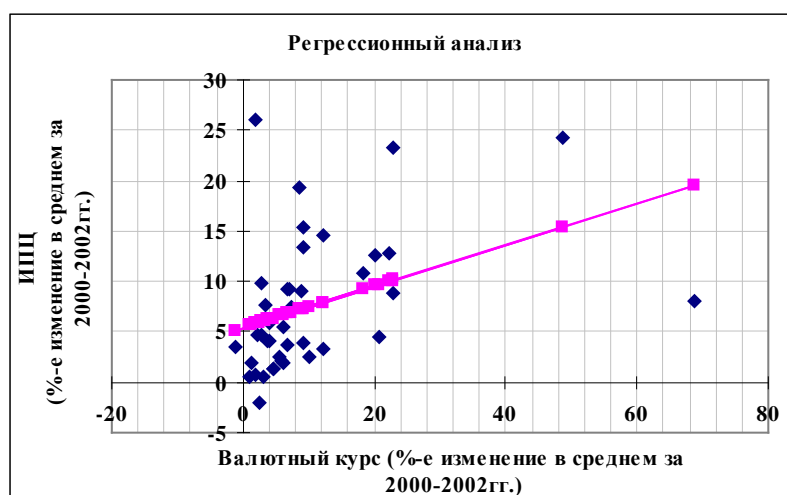
Рис. 21. Влияние колебаний валютного курса на рост инфляции в странах, применяющих политику фиксированного валютного курса (34 страны).

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.



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

Рис. 22. Влияние колебаний валютного курса на рост инфляции в странах, применяющих политику «плавающего» валютного курса (30 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

Рис. 23. Влияние колебаний валютного курса на рост инфляции в странах, применяющих политику управления валютного курса в пределах определенного коридора (40 стран).

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. рис. 21), и изменение валютного курса страны в большей степени отражается на инфляции, чем в случаях применения других валютных режимов. В таких странах также наличествует положительная связь между колебаниями валютного курса и инфляцией, однако, в меньшей степени (см. рис. 22 и рис. 23).

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.

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»⁸⁰.

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 денежно-кредитной политики»⁸¹.

Сторонники гибких обменных курсов утверждают, что этот режим более эффективен для корректировки платежного баланса в случае неравновесного состояния. Плавающий обменный курс позволяет прийти 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»⁸².

Несмотря на то, что введение плавающего курса требует развитых финансовых рынков, многие страны все же перешли на режим плавающего обменного курса, что было обусловлено неуравновешенностью платежного баланса, отсутствием достаточных золотовалютных запасов, для поддержания фиксированного курса или другими причинами.

На рисунке 24 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

⁸⁰ С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко, С. Пономаренко, П. Трунин, С. Четвериков. «Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках». Москва, июль, 2003г. Стр.69

⁸¹ Cooper, R. (1999) Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University, p. 83.

⁸² Berg A., E. Borenstein (2000) "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", IMF Working Paper, 29.

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.

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..

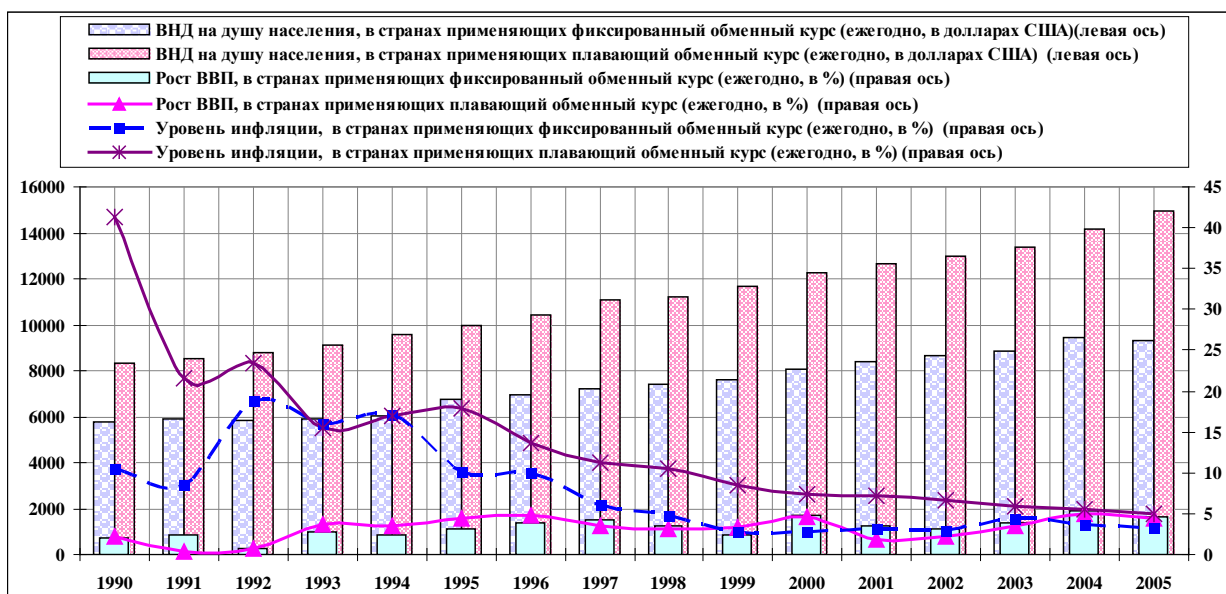


Рис. 24. Основные макроэкономические показатели в странах, применяющих политику фиксированного обменного курса (33 страны) и в странах, осуществляющих политику плавающего курса (31 страна), (в среднем по странам в 1990- 2005гг.)⁸³.

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

⁸³ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

сократился, а в странах с формирующимся рынком, применяющих более гибкие валютные курсы, - увеличился»⁸⁴.

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.

⁸⁴ Ч.Карачадаг, Р.Дуттагупта, Г.Фернандес и Ш.Ишии. «От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу». Финансы & развитие декабрь 2004. ст. 21

2.2. Опыт таргетирования денежных агрегатов и ограниченность его применения

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 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»⁸⁵.

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»

⁸⁵ 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, p. 48.

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»⁸⁶.

Добавим, что как показывает опыт многих стран и, как это описано в первом параграфе данной работы, несмотря на то, что в определенный промежуток истории экономики денежные 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»⁸⁷.

Тем не менее, среди стран, применяющих «монетарное таргетирование» все же существуют примеры успешного достижения конечной цели д.к.п., то есть стабильного уровня цен. Такой страной является Словения.

С 1997 года в Словении в качестве целевого ориентира использовался денежный агрегат МЗ («широкие деньги»). До этого номинальный якорь задавался в виде широкого коридора. С точки зрения уменьшения темпов инфляции монетарную политику в Словении можно считать вполне успешной.

⁸⁶ Sahay, R., C. Vegh (1995) "Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications", IMF Working paper, 95/96, p. 49.

⁸⁷ Кадочников П.А., «Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального обменного курса», Москва, Май 2001 г., ст.15-16

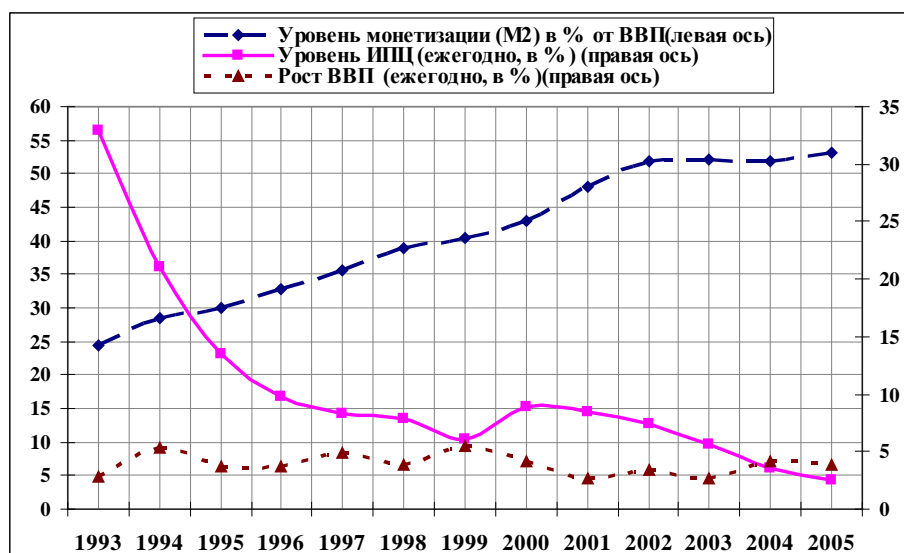


Рис. 25. Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %) ⁸⁸.

Рисунок 25 отражает динамику инфляции за 12 лет (1993-2005гг.). Наряду со снижением уровня инфляции, как и в ранее рассмотренных странах, наблюдается повышение уровня монетизации экономики и достаточно стабильный рост ВВП в Словении. Если в 1991 году ВВП имело отрицательное значение (-8,9%), то уже в 1993 году рост ВВП составлял 2,8%, а в 1997 году достиг своего максимального значения (4,6%) за период с 1991 по 2005 годы (см. рис. 25). Так же как и в Болгарии и Эстонии, увеличение денежного предложения не сопровождается увеличением уровня инфляции. Ежемесячные колебания инфляции в Словении в 2005 году не отличаются стабильностью, и более походят на картину, наблюдаемую в Эстонии чем в Болгарии (см. рис. 26).

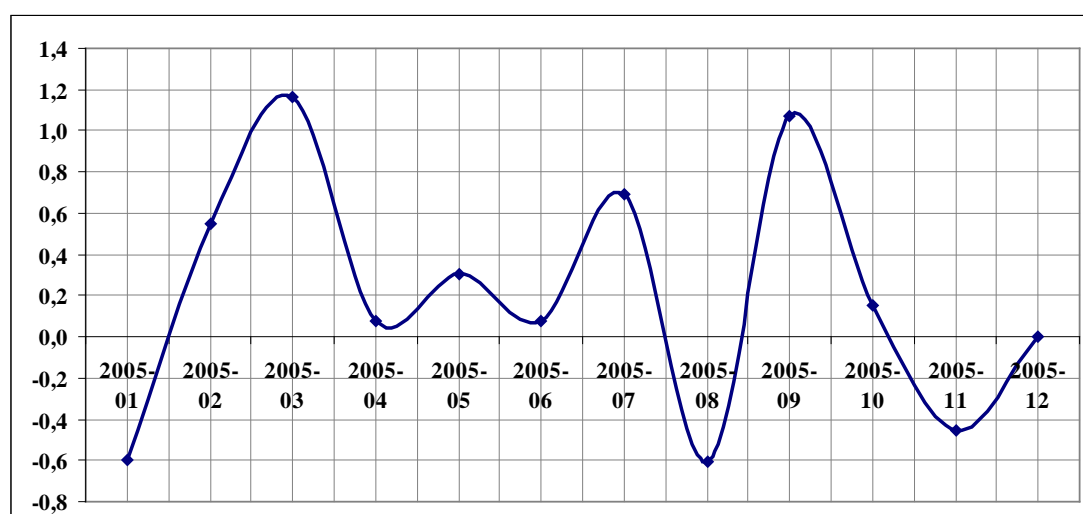


Рис. 26. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в Словении. ⁸⁹

⁸⁸ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

⁸⁹ United Nations Statistics Division - National Accounts.

Наряду с политикой «монетарного таргетирования», в связи с высокой степенью открытости и малых размеров экономики страны, органы финансовой политики Словении осуществляли регулирование обменного курса, благодаря чему обменный курс на протяжении последних 6 лет оставался относительно стабильным. Обменный курс национальной валюты Словении также не отличается резкими колебаниями, если не считать некоторого снижения в период с 2001г. по 2005г. (см. рис. 27).

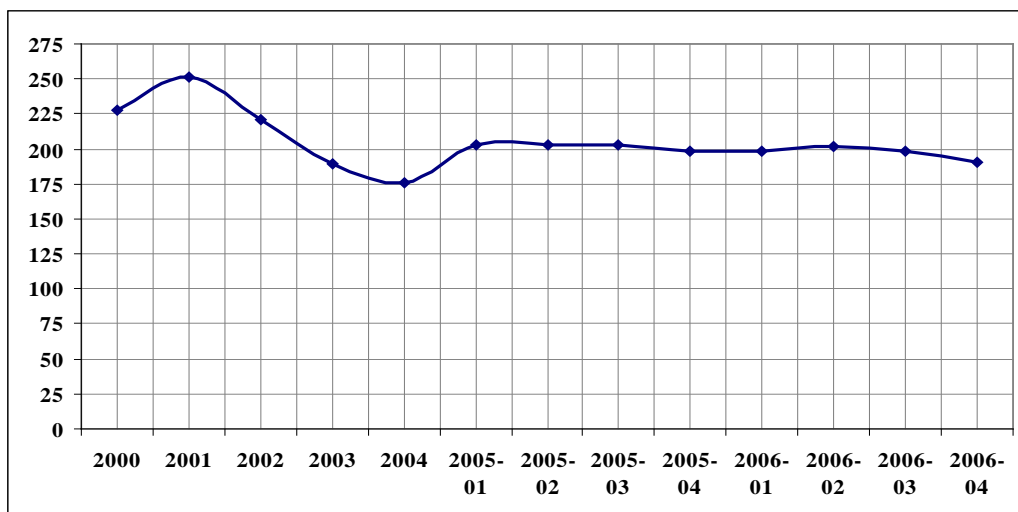


Рис. 27. Изменение обменного курса в (ежегодный рост, %) ⁹⁰.



Рис. 28. Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (в % от ВВП) ⁹¹.

⁹⁰ United Nations Statistics Division - National Accounts

⁹¹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Проведенные реформы в Словении также, как и в ранее рассмотренных странах, привели к улучшению инвестиционного климата страны, о чем свидетельствуют показатели, отраженные на рисунке 28. Как мы видим, начиная с 1997 года, наблюдаются высокие темпы роста прямых иностранных инвестиций в Словению, а также резкое увеличение подушевой доли притока иностранного капитала в стране.

Что касается уровня жизни, то в Словении он имеет тенденцию к повышению, которое сопровождается достаточно значимым снижением уровня расходов населения на конечное потребление (см. рис. 29). С 1993 года наблюдается рост душевного дохода населения, что фактически означает повышение уровня жизни с 11 087 долларов в год в 1993 году до уже 19 150 долларов в год в 2003 году.

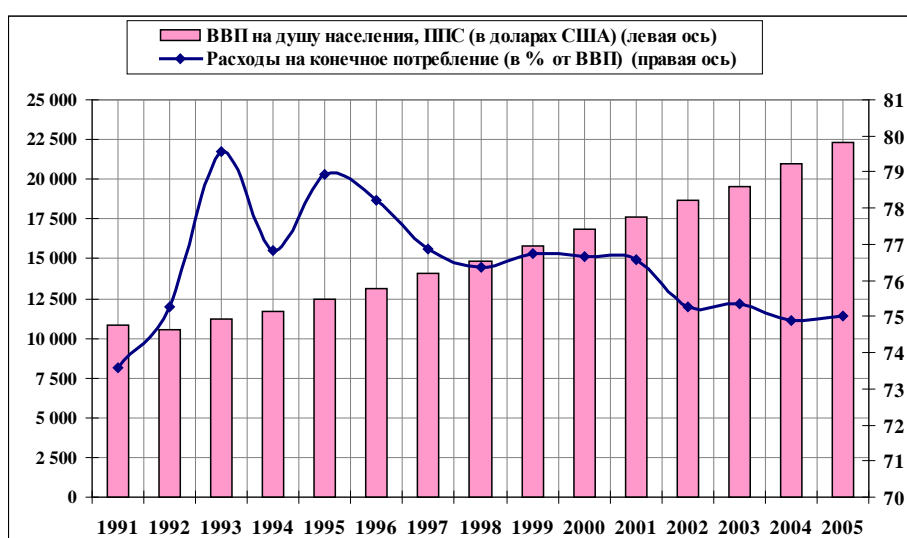


Рис. 29. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (в % от ВВП)⁹².

Вместе с тем, очевиден рост уровня капитализации рынка в Словении, а также увеличение доли совокупных кредитов реальному сектору в валовом внутреннем продукте страны (см. рис. 30). Уровень капитализации рынка в Словении за период с 1993 по 2005 годы возрос примерно в 16 раз, и к 2003 году составил 25,7% по сравнению с 1,6% в 1993г.

Одной из причин успеха в достижении относительно стабильного и низкого уровня цен считается успешная стабилизационная программа обеспечения сбалансированного бюджета, проводимая в Словении. На протяжении 12 лет (1993-2005гг.) государственный долг страны не превышал 28 % от ВВП, а с 1992 по 1997 год Словении удавалось поддерживать профицит бюджета, и в последующие годы дефицит бюджета не превышал 1,5% от ВВП страны.

⁹² Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

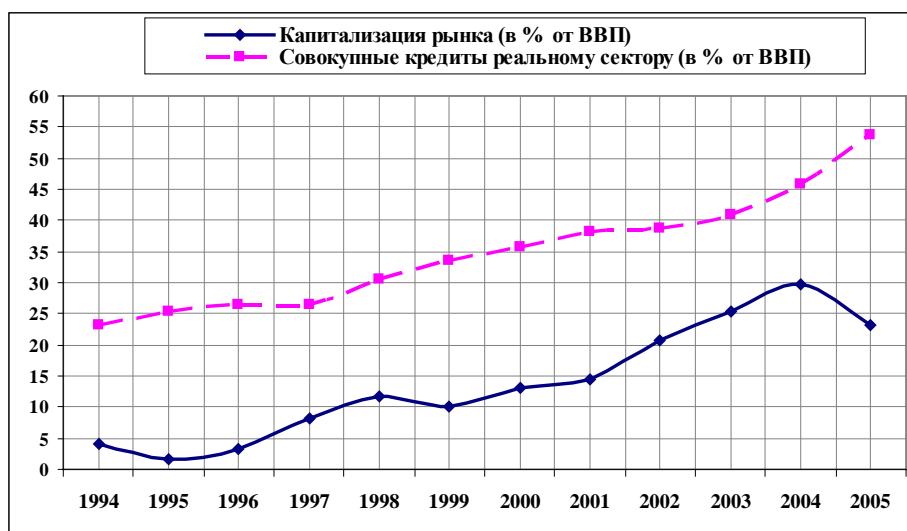


Рис. 30. Основные показатели финансового рынка ⁹³.

«В 2001 г. Банк Словении опубликовал свою среднесрочную программу д.к.п.. Этот документ представляет интерес тем, что политика, о действительном содержании которой можно было судить, в основном, по ее результатам теперь сформулирована более четко. Во-первых, подчеркивается, что политика строится, исходя из стремления страны присоединиться к ЕС. Во-вторых, в качестве основной цели д.к.п. определяется уровень инфляции. Целевым ориентиром является ее уровень 4% к концу 2003 г. Таким образом, в политике прослеживаются элементы ТИ. В третьих, статус денежного предложения (М3) понижен с промежуточной цели до реферативной величины (reference value). Тем не менее, подчеркивается большая значимость данного индикатора.

Концептуально значимым является положение о том, что в экономике, находящейся в состоянии перехода к рынку, основным способом воздействия на состояние денежного обращения со стороны центрального банка являются операции на валютном рынке»⁹⁴.

В общем и целом можно говорить о больших успехах по проведению реформ в Словении за последние 10-15 лет по достижению низкого и стабильного уровня цен в частности и макроэкономической стабильности в целом. Добавим к тому же, что, начиная с 2003 года Словения объявила о переходе на режим ТИ, однако о результатах и успехах осуществляемой политики, на наш взгляд, говорить еще рано.

Другим примером политики монетарного таргетирования можно считать Россию, с оговоркой на то, что фактически Россия осуществляет политику так называемого

⁹³ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

⁹⁴ С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко, С. Пономаренко, П. Трунин, С. Четвериков. «Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках». Москва, июль, 2003г. ст.34-35.

коридора, являющейся одной из разновидностей режима фиксированного обменного курса.

В течение 1995-1998 гг. промежуточной целью д.к.п. России являлось поддержание в рамках установленного валютного коридора динамики номинального курса рубля по отношению к доллару США, который фактически являлся номинальным якорем монетарной политики России в достижении низкой и стабильной инфляции в стране. Основными инструментами д.к.п. в этот период были операции на открытом рынке и валютные интервенции.

В августе 1998 года, после известных событий (финансовый кризис 1998 года в России), Банк России решил отказаться от политики валютного коридора и перейти к плавающему обменному курсу.

В данный момент, в качестве основного режима д.к.п. России можно считать монетарное таргетирование, хотя в валютной политике присутствуют элементы фиксации обменного курса, выраженной в установлении коридора для обменного курса. Банк России в течение ряда лет проводит эту политику с использованием двух базовых принципов. Первый принцип формирования и проведения д.к.п. заключается в том, что для достижения ее конечной цели по снижению инфляции до запланированного уровня, Банк России использует установление промежуточной цели в виде диапазона темпов прироста денежной массы (денежный агрегат M2) и операционной цели в виде интервала темпов роста денежной базы (H).

Одновременно с этим, Центральный банк при проведении д.к.п. использует второй базовый принцип, заключающийся в применении элементов метода прямого инфляционного таргетирования.

Рассмотрим динамику основных макроэкономических показателей в России за последние 10-15 лет (см. рис. 31). Уровень инфляции в России первоначально был на достаточно высоком уровне (максимальное значение уровня инфляции было достигнуто в 1993 году и составило 874,6 %), поэтому, прежде всего задачей органов финансовой политики было его снижение. После 1998 года уровень инфляции стабилизировался, однако все еще остается на достаточно высоком уровне (в 2003 году уровень инфляции составил 13,6%). Вместе с тем, наблюдается небольшой рост уровня монетизации в стране, хотя нельзя говорить о высоких значениях. Самое низкое значение уровня монетизации экономики в России было отмечено в 1994 году и составило 13,9% от ВВП, а максимального значения монетизация экономики достигла в 2003 году и составила 25,7% от ВВП. Однако, несмотря на почти двойное увеличение за 10 лет, все же были периоды спада уровня монетизации.

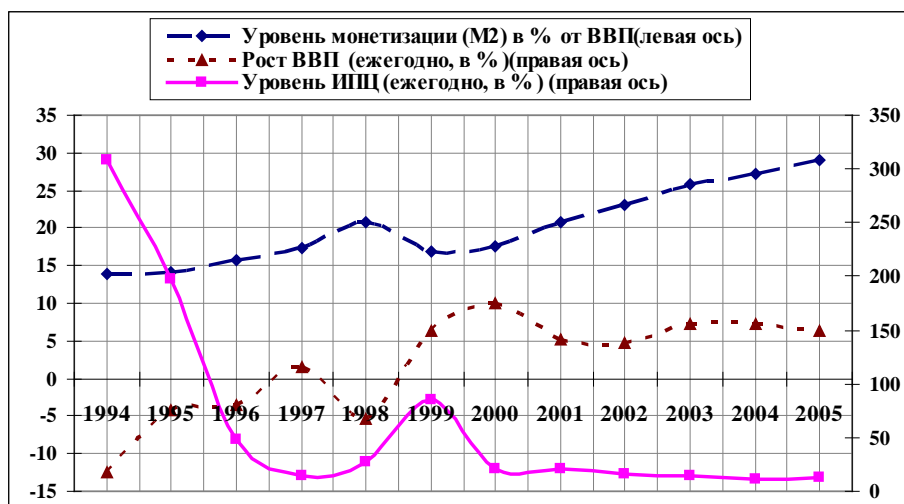


Рис. 31. Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %) ⁹⁵.

Наряду с этим в России наблюдается неуклонный экономический рост. Так с отрицательного значения ВВП в 1998 году (-5,3%), в 2003 году рост ВВП страны уже оставил 7,3%. Максимальное значение роста ВВП было достигнуто в 2000 году и составило 10%.

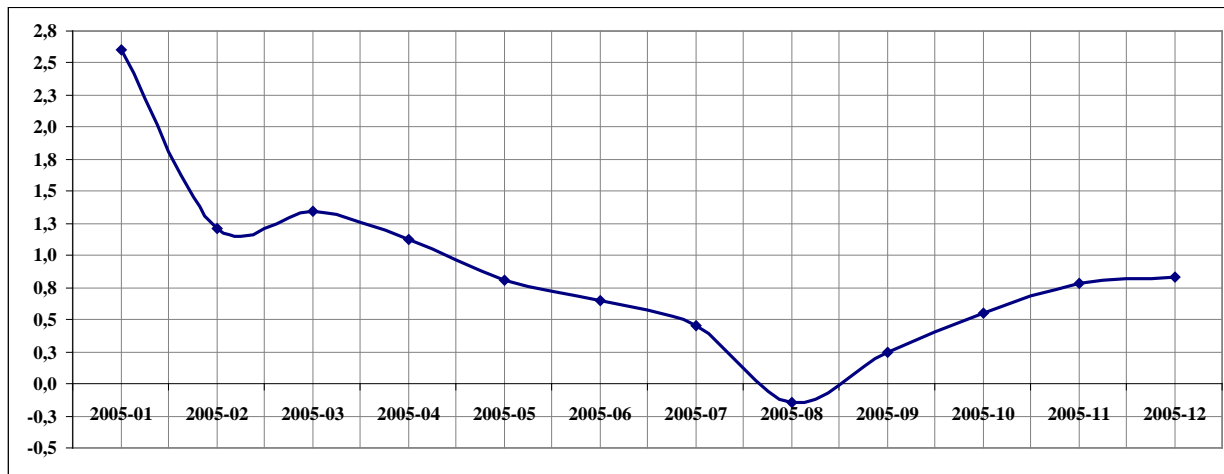


Рис. 32. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в России. ⁹⁶

Ежемесячное колебание уровня инфляции в 2005 году отражено на рисунке 32 и, как это наглядно видно, инфляция имеет тенденцию к снижению, а августе показывает отрицательное значение (-0,1%).

⁹⁵ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

⁹⁶ United Nations Statistics Division - National Accounts.

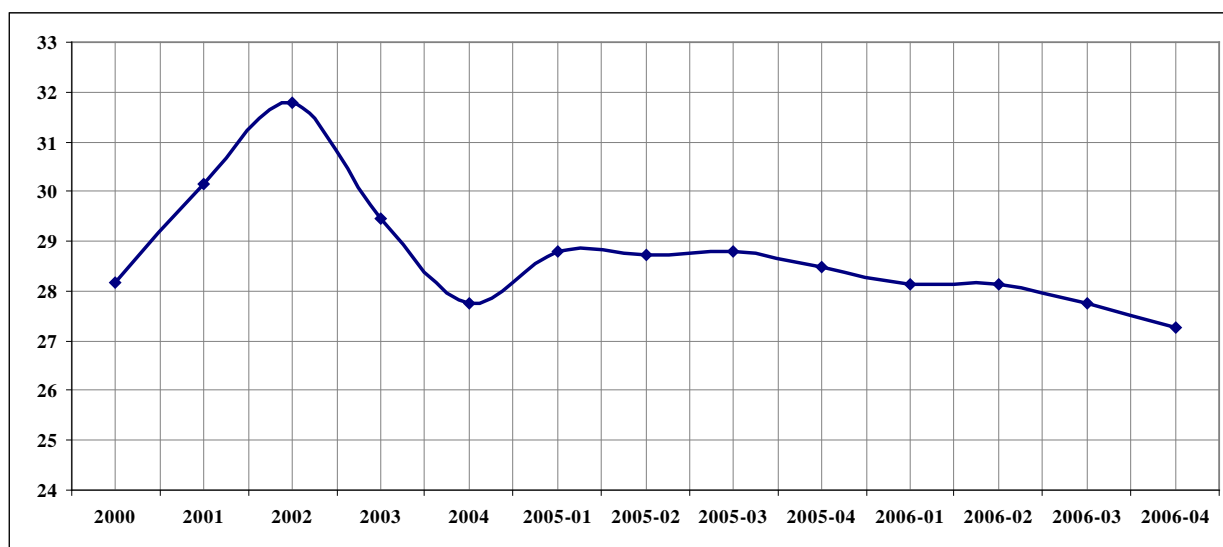


Рис. 33. Изменение обменного курса в России (ежегодный рост, %) ⁹⁷.

Несмотря на то, что официально основной целью д.к.п. Банка России является снижение уровня инфляции, можно утверждать, что монетарная политика России направлена на регулирование реального обменного курса. В связи с отсутствием других эффективных инструментов д.к.п., основным инструментом монетарной политики России можно считать операции на валютном рынке. Таким образом, сглаживание резких колебаний и обеспечение стабильной динамики валютного курса в долгосрочной перспективе, безусловно, остается в числе основных задач Банка России. Обменный курс национальной валюты России достаточно стабилен, если не считать резкого повышения в 2001 году, скорее всего связанного с внешними шоками, например повышением цен на нефть (см. рис. 33).

Показатели, характеризующие инвестиционный климат страны отражают его нестабильность, хотя можно говорить о некотором росте. Тем не менее, нельзя утверждать сложившегося устойчивого инвестиционного климата, способствующего притоку иностранного капитала в страну. Вплоть до 1997 года наблюдался рост притока иностранных инвестиций в страну, который не достиг больших значений, поскольку на протяжении 1994 -1996гг. принимал достаточно низкие значения (см. рис. 34). Однако, если в 1994 году доля прямых иностранных инвестиций в ВВП России составляла 0,2%, то в 2003 году эта доля составила почти 2%. В то же время подушевое распределение притока иностранного капитала в России, начиная с 1998 года носит достаточно нестабильный характер и приминает, в основном, отрицательные значения (в 2002 году достигнуто минимальное значение, которое составило – 12,3%).

⁹⁷ United Nations Statistics Division - National Accounts



Рис. 34. Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (в % от ВВП)⁹⁸.

Уровень жизни в России, начиная с 1996 года имеет тенденцию к непрерывному росту. Так, если минимальное значение ВВП на душу населения было отмечено в 1996 году и составило 5885 долларов США, то в 2003 году оно составило уже 9230 долларов США, то есть увеличилось почти в два раза. Обратим внимание на динамику развития расходов населения на конечное потребление в России. В период с 1990 года по 1992 год, наряду с понижением уровня жизни, снизился также уровень расходов на потребление. Затем, в период с 1993 года по 1998 год, произошло дальнейшее снижение ВВП на душу населения, которое, однако, сопровождалось увеличением расходов населения на конечное потребление.

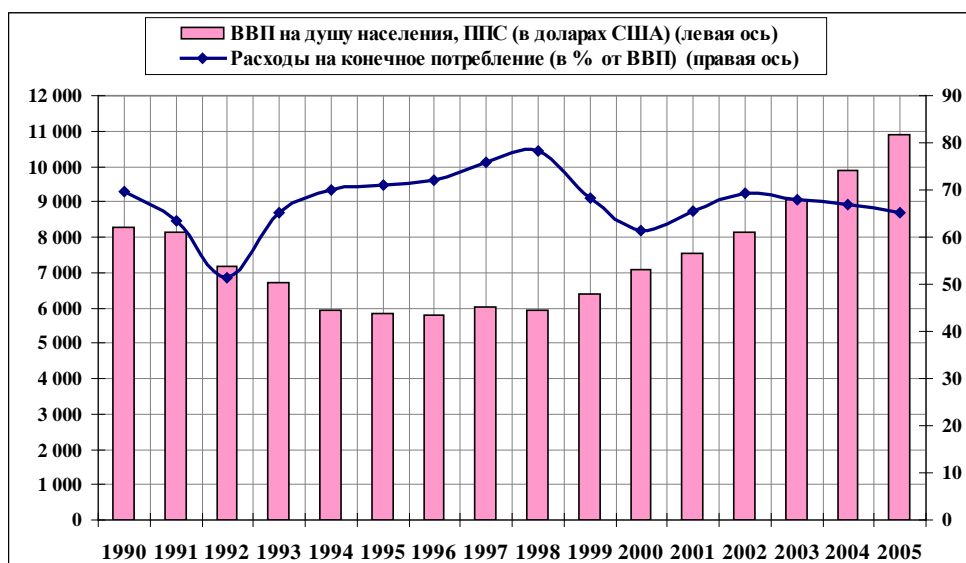


Рис. 35. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (в % от ВВП)⁹⁹.

⁹⁸ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

⁹⁹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Начиная с 2000 года наблюдается обратная картина. Параллельно с увеличением уровня жизни населения, уменьшается доля расходов населения на конечное потребление в валовом внутреннем продукте страны, объясняемое оттоком финансовых ресурсов из области потребления на финансовый рынок страны, что будет показано ниже.

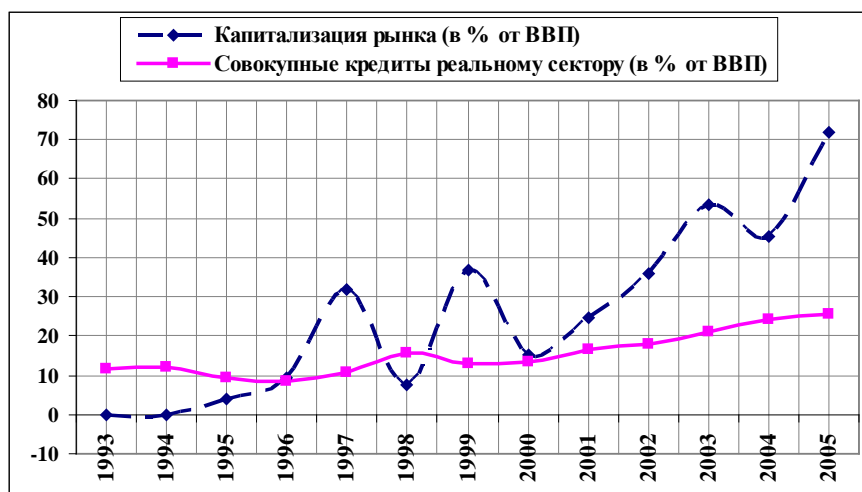


Рис. 36. Основные показатели финансового рынка¹⁰⁰.

Обратимся к основным показателям финансового рынка. Россия, на начальном этапе перехода к рынку, так же как и все страны бывшего СССР, не отличалась развитой финансовой системой. Поэтому и говорить о высоких результатах не приходится. Однако, тем не менее, начиная с 1994 года наблюдаются достаточно высокие темпы роста капитализации рынка, чему свидетельствует рисунок 36. За период с 1993 года по 2003 год, уровень капитализации увеличился с почти нулевого значения до 53,3% от ВВП в 2003 году, что говорит о значительных успехах по развитию финансового рынка в России. Обратим внимание, что как было показано выше, увеличение подушевого дохода населения в России, сопровождаемое уменьшением расходов на конечное потребление, именно в 2000 году мы наблюдаем резкое повышение уровня капитализации рынка, и некоторое повышение совокупных кредитов реальному сектору в России.

В целом по экономике России можно сделать вывод о том, что, несмотря на тяжелые последствия валютного кризиса 1998 года, Россия все же смогла достичь хороших результатов, как по стабилизации уровня инфляции, так и по развитию финансового рынка страны, а также по некоторым другим макроэкономическим показателям экономики.

Следующим примером осуществления политики таргетирования денежных агрегатов является Армения.

¹⁰⁰ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Согласно закону Республики Армения о ЦБ РА «Основной задачей Центрального банка является обеспечение стабильности цен в Республике Армения»¹⁰¹.

Так же, как и остальные республики бывшего Советского союза, Армения была вынуждена определиться с тем, каким образом она будет осуществлять свою монетарную политику. В 1994 году, в качестве режима денежно-кредитного регулирования был выбран монетарный режим. Такой выбор был обусловлен тем фактом, что недостаточный объем золотовалютных резервов Центрального банка не позволил Армении остановиться на таргетировании обменного курса. А режим таргетирования инфляции для экономики Армении того времени был неосуществим.

Тем не менее, в последние годы, осуществляя д.к.п., органы финансовой политики столкнулись с тем, что стало достаточно сложно регулировать денежные агрегаты, и эффективность политики, проводимой органами финансовой политики, снижалась с каждым годом. По этой причине было принято решение с 1 января 2006 года осуществить переход д.к.п. на модель ТИ.

В качестве номинального якоря был установлен уровень прогнозируемого роста цен, а в качестве операционной цели – процентная ставка репо. Необходимо отметить, что как было показано выше, страны, применяющие режим ТИ, в основном используют именно эту операционную цель в качестве одного из основных инструментов д.к.п.. Однако, перспективы и возможности применения в Республике Армения режима ТИ будут рассмотрены в следующей главе.

На данном же этапе, рассмотрим основные макроэкономические показатели экономики Армении за последние несколько лет.

Как мы видим на рисунке 37, в экономике Армении наблюдается достаточно высокий экономический рост. Однако уровень монетизации находится на низком уровне, и хотя уровень инфляции также не является высоким, заметим, что в отличие от других рассмотренных нами стран, рост монетизации сопровождается ростом общего уровня цен.

¹⁰¹ Закон Республики Армения О центральном банке республики Армения.

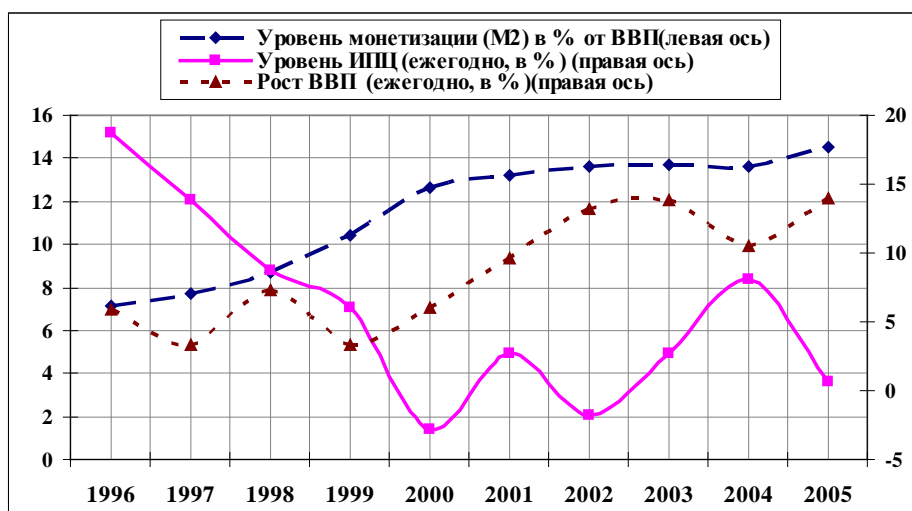


Рис. 37. Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %)¹⁰².

В разрезе ежемесячного изменения цен в 2005 году наблюдается нестабильная динамика, с периодами дефляции и высоких подъемов (см. рис. 38).

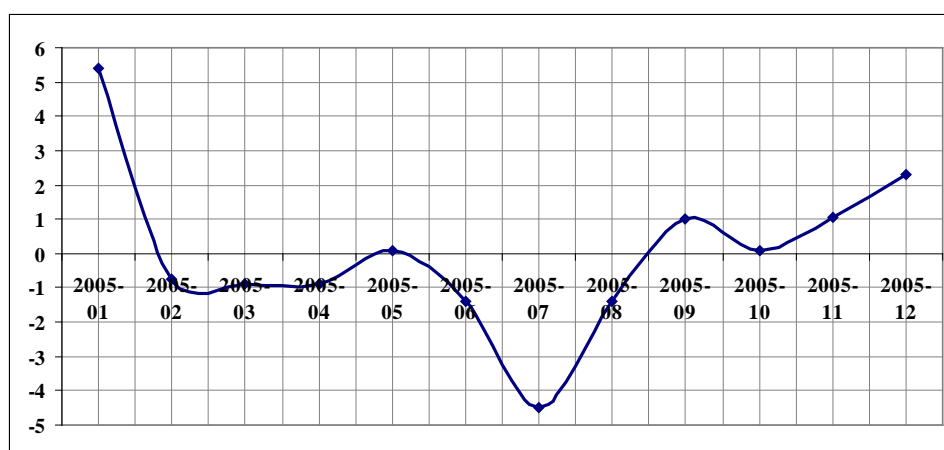


Рис. 38. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в 2005 г.¹⁰³

Динамика изменения обменного курса имеет нестабильный характер. Отметим, что, начиная с 2003 года наблюдается снижение обменного курса национальной валюты относительно доллара США, и к 2006 году курс достиг фактически значения 1994 года (см. рисунок 39), когда он был стабилизирован.

¹⁰² Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

¹⁰³ United Nations Statistics Division - National Accounts.

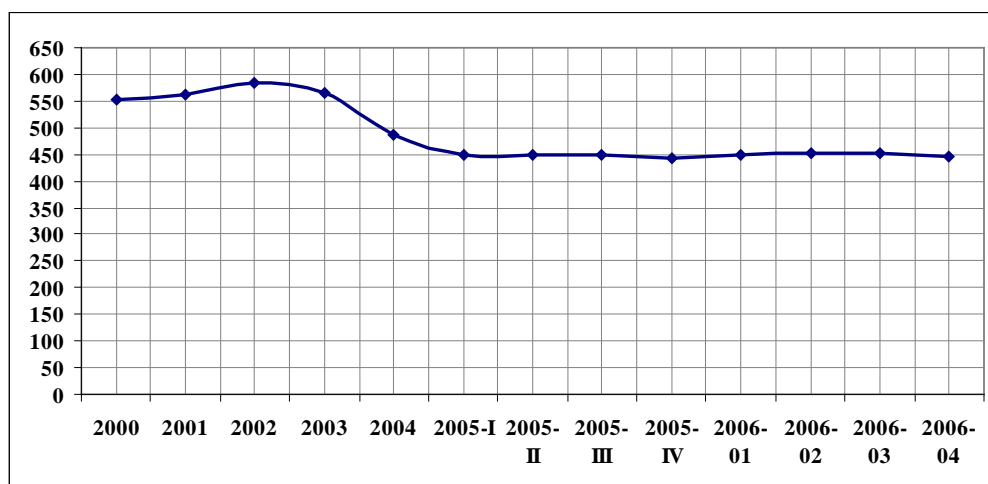


Рис. 39. Изменение обменного курса в Армении ¹⁰⁴.

Что касается, уровня притока прямых инвестиций в экономику Армении, то наибольший уровень был достигнут в 1998 году, после чего наблюдается резкое снижение притока иностранного капитала и сохранение уровня прямых инвестиций в ВВП страны на уровне 4-7% (см. рис. 40). Та же тенденция наблюдается в распределении прямых иностранных инвестиций в расчете на душу населения.

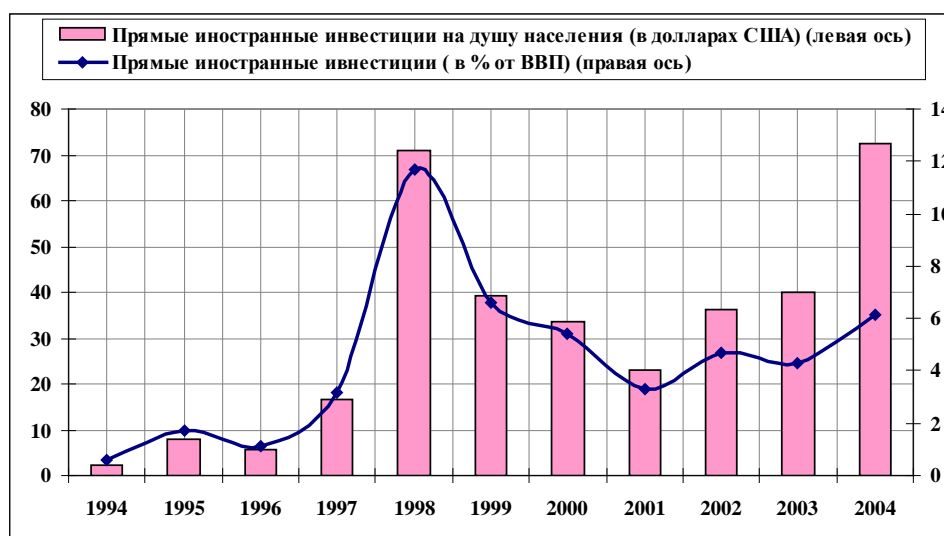


Рис. 40. Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (в % от ВВП) ¹⁰⁵.

Об уровне благосостояния населения в стране можно судить по рисунку 41, который отражает динамику ВВП на душу населения в Армении, а также расходов населения на конечное потребление. Как мы можем видеть из рисунка, начиная с 1998

¹⁰⁴ United Nations Statistics Division - National Accounts

¹⁰⁵ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

года наблюдается неуклонный рост подушевого дохода, вместе с тем он (рост) сопровождается некоторым снижением уровня расходов населения на конечное потребление в ВВП страны.

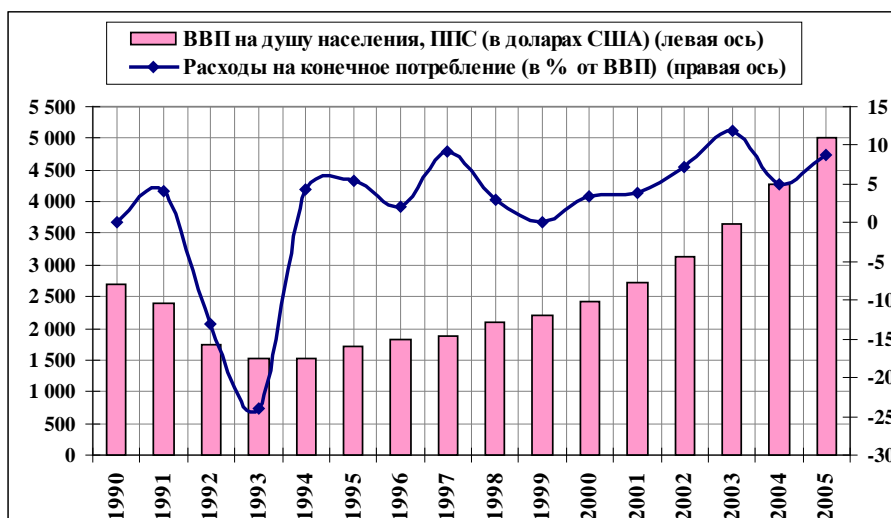


Рис. 41. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (в % от ВВП)¹⁰⁶.

Рисунок 42 отражает основные показатели развития финансового сектора страны. Уровень капитализации рынка колеблется от 0 до 1,5% от ВВП, что, безусловно, говорит о неразвитости финансового рынка. Подтверждением этому является также другой показатель – совокупные кредиты банковского сектора реальному сектору. Как мы можем наблюдать, в 2000 году был достигнут максимальный уровень этого показателя, и составлял 10% от ВВП Армении, что тем не менее, является низким показателем.

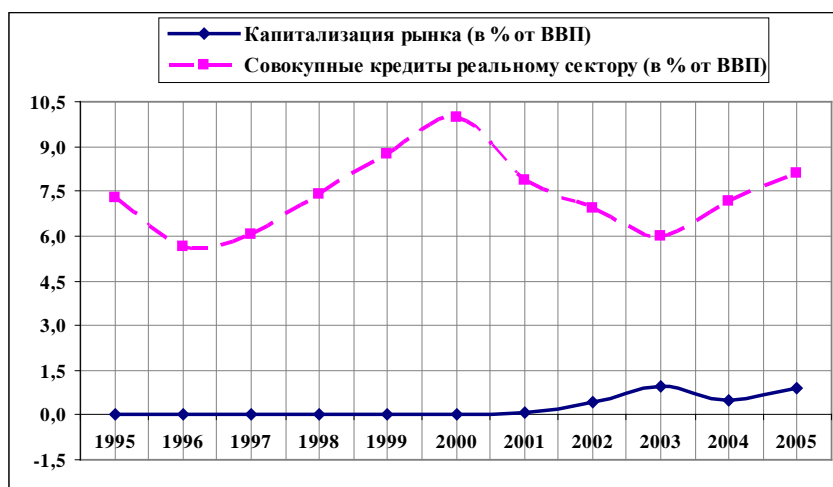


Рис. 42. Основные показатели финансового рынка¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

¹⁰⁷ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Обобщив в целом рассмотренный опыт стран, а также теоретические и эмпирические выкладки по поводу таргетирования денежных агрегатов, сложившихся в мире, можно сказать, что 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%».

2.3. Таргетирование инфляции

как оптимальный режим денежно-кредитной политики

Сегодня все больше стран осуществляют переход на режим ТИ (см. таблицу 4). «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»¹⁰⁸.

Таблица 4. Страны, применяющие режим ТИ.

Год введения режима ТИ	Развивающиеся страны и страны с экономикой переходного периода.	Развитые страны
1990		Новая Зеландия
1991		Канада
1992		Великобритания
1993		Австралия Швеция
1994	Перу	Испания
1997	Чехия	Израиль (1992)
1998	Польша Южная Корея	
1999	Чили (1990) Бразилия Индонезия Колумбия Еврозона	
2000	Тайланд ЮАР	Швейцария
2001	Исландия Венгрия Мексика Филиппины	Норвегия
2002	Перу	
2003	Румыния Словения (2001)	
2004	Казахстан (2001)	
2005	Словакия	
2006	Армения	
Сроки не определены	Россия Турция Аргентина Пакистан Албания Замбия	Япония

Примечание: В скобках указан первый год использования инфляционного ориентира в качестве дополнительной промежуточной цели д.к.п..

¹⁰⁸ А.А. Хандруев (общ. руководство), Д.В. Левченко, «Таргетирование инфляции: международный опыт и Россия». Москва, 2000, ст.6.

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 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.

Таблица 5. Основные макроэкономические показатели до и после внедрения режима ТИ в 22 странах¹⁰⁹.

Страна	Рост инфляции в среднем до введения режима ТИ	Рост инфляции в среднем после введения режима ТИ	Рост ВВП в среднем до введения режима ТИ	Рост ВВП в среднем после введения режима ТИ	ВВП на душу нас. в среднем до введения режима ТИ (в \$ США)	ВВП на душу нас. в среднем после введения режима ТИ (в \$ США)
Австралия	3.8	2.5	3.4	2.0	17557	24342
Канада	4.8	2.1	0.2	2.8	19080	24391
Финляндия	4.3	1.5	-3.2	3.3	17220	22360
Исландия	4.3	5.8	2.3	2.4	22859	30414
Новая Зеландия	5.5	1.9	0.0	3.0	13330	18076
Норвегия	2.5	2.2	3.6	1.4	30059	30684
Испания	5.8	3.2	2.7	2.6	13715	18562
Швеция	7.4	2.7	-0.6	2.6	17487	22282
Великобритания	3.3	2.6	-0.3	2.6	16710	22234
Бразилия	23.0	6.8	2.0	2.0	6074	7510
Чили	12.7	3.3	7.3	2.0	6794	9497
Колумбия	23.5	8.6	3.6	0.4	5547	6268
Чехия	9.3	5.3	0.1	1.2	11120	14300
Венгрия	21.1	7.2	0.5	3.6	9888	13618
Корея	6.1	3.5	7.3	4.6	10179	15394
Мексика	19.4	5.7	3.7	0.3	7314	9026
Перу	8.9	0.2	3.0	4.9	4079	5135
Филиппины	8.8	3.1	3.1	4.4	3514	4246
Польша	29.7	7.3	3.5	3.1	6658	10051
Таиланд	5.0	1.3	5.3	4.1	5292	6899
Казахстан	17.1	7.1	-3.4	11.7	3891	5957
Индонезия	13.9	12.1	5.3	3.2	2570	3128

¹⁰⁹ Источник составления таблицы: World Development Indicators _1990-2005гг.

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 (см. таблицу 5). 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.

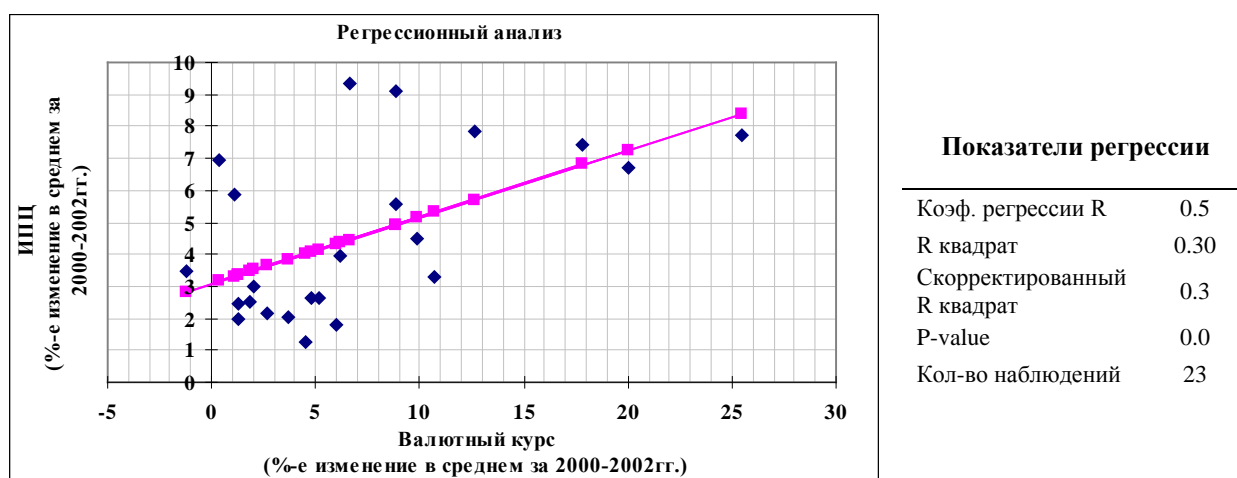


Рис. 43. Влияния колебаний валютного курса на инфляцию в странах, применяющих режим ТИ.

Режим ТИ предполагает режим плавающего курса. А это, в свою очередь, может привести к слишком резким колебаниям обменного курса, чреватými нестабильностью в финансовой системе страны. Однако, как видно из проведенного нами регрессионного анализа на рис. 43 и рис. 44, 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%).

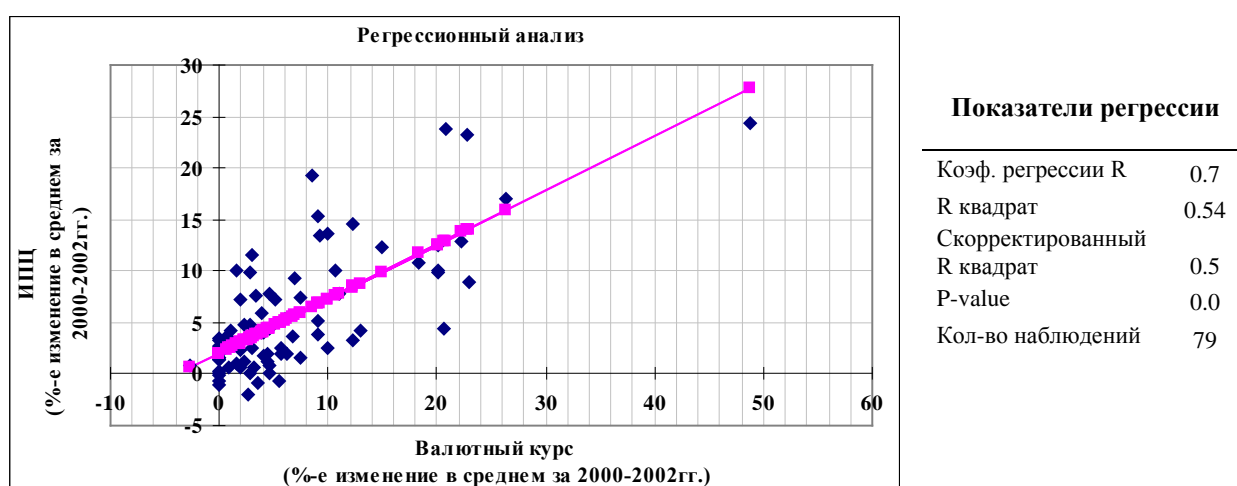


Рис. 44. Влияния колебаний валютного курса на инфляцию в странах, не применяющих модель ТИ.

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»,¹¹⁰ нежели как негибкое правило.

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. рис. 45).

¹¹⁰ 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.



Рис. 45. Рост инфляции в среднем в странах, применяющих режим ТИ (22 страны) и в странах, применяющих другую модель д.к.п. (85 стран). (ИПЦ, %, 1995-2005гг.)¹¹¹

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.

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

¹¹¹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

политики устанавливают плановый уровень инфляции и используют все средства, чтобы его достигнуть»¹¹².

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. В приложении 3 и 4 представлены сравнительные характеристики применения режима ТИ в странах с экономикой переходного периода, развивающихся странах, а также развитых странах.

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.

Таблица 6. Целевой инфляционный ориентир д.к.п. стран, применяющих модель ТИ (по состоянию на 2005г).

Страна (развитые)	Целевой ориентир	Показатель инфляции	Страна (развивающиеся)	Целевой ориентир	Показатель инфляции
Австралия	2-3%	ИПЦ	Бразилия	4.5%±2.5%	Очищенный ИПЦ
Канада	1-3%	ИПЦ	Чили	2% - 4%	ИПЦ
Финляндия	2%	ИПЦ	Колумбия	4.5%-5.5%	ИПЦ
Исландия	2.5%	ИПЦ	Чехия	2% - 4%	ИПЦ
Новая Зеландия	0-3%	ИПЦ	Венгрия	4% ±1%	ИПЦ
Норвегия	2.5%+/- 1%	ИПЦ	Корея	2.5%-3.5%	Очищенный ИПЦ
Испания	< 3%	ИПЦ	Мексика	3%	ИПЦ
Швеция	2%+/-1%	ИПЦ	Перу	1.5%±1%	Очищенный ИПЦ
Великобритания	2.5%	ИПЦ	Филлипины	5%-6%	ИПЦ
Израиль	3% - 4%	ИПЦ	Южная Африка	3% - 5%	ИПЦ
Еврозона	< 2%	ИПЦ	Польша	2.5%±1%	ИПЦ
			Тайланд	4.0%-4.5%	Очищенный ИПЦ
			Казахстан	4.8%-6.9%	ИПЦ
			Индонезия	4,5%-5,5%	ИПЦ

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

¹¹² Моисеев С., «Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы». «Вопросы экономики» №9, 2000. ст. 89.

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 6).

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. рис. 46).

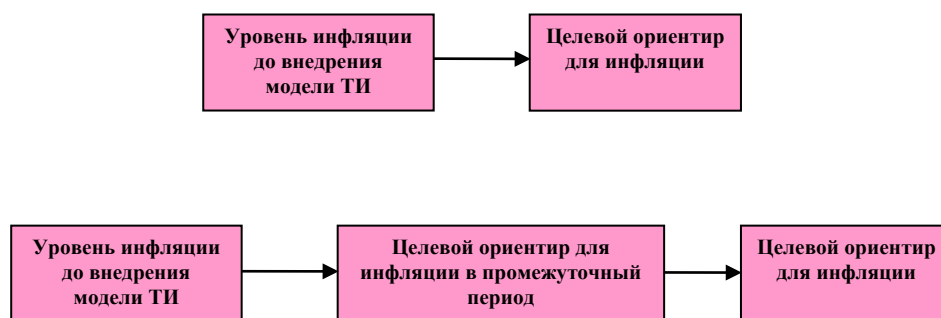


Рис. 46. Этапы определения целевого ориентира для инфляции.

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 (см. таблицы 7 и 8).

Таблица 7. Прогнозируемая цель ЦБ и фактический уровень инфляции (развитые страны).

Страна	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически
Австралия	2-3%	0,3	2-3%	0,9	2-3%	1,5	2-3%	4,5	2-3%	4,4	2-3%	3	2-3%	2,8	2-3%	2,3
Канада	1-3%	1,6	1-3%	1	1-3%	1,7	1-3%	2,7	1-3%	2,5	1-3%	2,2	1-3%	2,8	1-3%	1,8
Исландия									2,5%	6,4	2,5%	5,2	2,5%	2,1	2,5%	2,8
Новая Зеландия	0-2%	1,2	0-2%	1,3	0-2%	-0,1	0-2%	2,6	0-2%	2,6	0-2%	2,7	0-2%	1,8	0-2%	2,3
Норвегия									2,5% +/- 1%	3	2,5% +/- 1%	1,3	2,5% +/- 1%	2,5	2,5% +/- 1%	0,5
Швеция	2%+/- -1%	0,7	2%+/- -1%	-0,3	2%+/- -1%	0,5	2%+/- -1%	0,9	2%+/- -1%	2,4	2%+/- -1%	2,2	2%+/- -1%	1,9	2%+/- -1%	0,4
Великобритания	2%– 3,5%	3,1	2,5%	3,4	2,5%	1,6	2,5%	2,6	2,5%	1,8	2,5%	1,6	2,5%	2,9	2,5%	3,0

Таблица 8. Прогнозируемая цель ЦБ и фактический уровень инфляции (развивающиеся страны и страны с переходной экономикой).

Страна	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически	Прогноз	Фактически
Венгрия									7 ±1	9,3	4,5 ±1	6	3,5 ±1	4,8	3,5 ±1	5,8
Чехия			5,5- 6,5	10,7	4 - 5	2,1	3,5- 5,5	3,9	2 - 4	4,7	3 - 5	1,8	3 - 5	1,1	3 - 5	2,8
Польша			≤ 9,8	11,8	6,6- 7,8	7,3	5,4- 6,8	10,1	6 - 8	5,5	≤ 4	1,9	3 ±1	0,8	3 ±1	3,5
Казахстан										6,6	5-7	6,8	5-7	6,4	5-7	6,7
Чили							2 - 4	4,5	2 - 4	2,6	2 - 4	2,8	2 - 4	1,1	2 - 4	2,4
Бразилия					8 ±2	8,9	6 ±2	6	4 ±2	7,7	3,5 ±2	12,5	4 ±2,5	9,3	3,75 ± 2,5	7,6
Перу	8-10	8,2	6,5- 8,5	6,8	5-6	5,9	3,5-4	3,1	2,5- 3,5	2	2,5 ±1	1,1	2,5 ±1	1,2	2,5 ±1	2,4
Южная Корея			9 ±1	7,5	3 ±1	0,8	2,5 ±1	2,3	3 ±1	4,1	3 ±1	2,7	2,5	3,6	2,5- 3,5	3,6
Индонезия							3-5	5,9	3-5	12,5	3-5	10,3	9 ±1	6,5	5,5 ±1	6,4
Таиланд							< 3,5	1,6	< 3,5	1,6	< 3,5	0,7	< 3,5	1,8	< 3,5	2,4
Колумбия							8-9	8,7	≤ 8	7,6	6	6,9	4-6	6,6	5-6	5,9
Филиппины									6-7	6,1	4,5- 5,5	3,1	4,5- 5,5	2,9	4-5	5,5
Мексика									6,5	4,4	4,5	5,7	3	3,4	2-4	5,2

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 регулируемыми 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 «сезонного сглаживания» - здесь используются фиксированные или изменяющиеся факторы сезонной корректировки, которые можно применить как повсеместно, так и локально в расчете сводного индекса потребительских цен.

➤ Метод «специфической корректировки» - при расчете индекса исключаются опознаваемые шоки, не имеющие ничего общего с направленным давлением спроса, то есть речь идет о шоках на общеценовом уровне, а не на конкретные цены.

➤ 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.

Определение трансмиссионных каналов в осуществлении д.к.п. является одной из основных задач. Причем независимо от выбора того или иного режима монетарной политики.

Впервые понятие трансмиссионного механизма ввел Кейнс, который назвал этот механизм «системой переменных, через которую предложение денег влияет на экономическую активность»¹¹³.

Итак, трансмиссионный механизм представляет собой некую систему каналов, посредством которых те или иные переменные имеют определенное воздействие на рассматриваемый номинальный показатель. При осуществлении различных моделей д.к.п.

¹¹³ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Ги Иностранной литературы, 1949, ст. 290.

используются различные трансмиссионные каналы. Основные известные каналы трансмиссии представлены в таблице 9.

Таблица 9. Некоторые из существующих трансмиссионных каналов экономической системы.

	Трансмиссионный канал	Механизм воздействия
	Валютный канал (exchange rate channel)	$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow X \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
	Канал ожиданий (inflation expectations channel)	$E \uparrow \rightarrow \pi^e \downarrow \rightarrow \pi \downarrow$
	Финансовый канал (financial channel)	$M \uparrow \rightarrow \mu \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow IS \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
	Канал совокупного спроса (aggregate demand channel)	$r_t \rightarrow MB \rightarrow M \rightarrow IS \rightarrow \pi$
	Монетаристский канал (monetarist channel)	$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow Pr \uparrow \rightarrow \lambda \uparrow \rightarrow IS \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
	Канал благосостояния (wealth channel)	$\uparrow r \rightarrow \downarrow \mu \rightarrow W \downarrow \rightarrow C \downarrow$
Процентный канал	Канал процентной ставки (interest rate channel)	$r_n \uparrow \rightarrow r_r \uparrow \rightarrow Pr \uparrow \rightarrow \downarrow C, I \downarrow$
	Канал замещения (substitution-effect-in-consumption channel)	$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow S \downarrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow \lambda \uparrow, IS \uparrow, \uparrow Y$
	Канал дохода и потока наличных поступлений (income and cash flow channel)	$M \uparrow \rightarrow \sigma \uparrow \rightarrow \tau \downarrow \rightarrow \lambda \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow I \uparrow, IS \uparrow, \uparrow Y$
Кредитный канал	Широкий кредитный канал (broad credit channel) (балансовый канал (balance sheet channel) или канал финансового акселератора (financial accelerator channel))	$Pr \downarrow \rightarrow C \downarrow, I \downarrow$
	Узкий канал кредитования (narrow credit channel) (канал издержек привлечения капитала) (cost-of-capital channel)	$R \downarrow \rightarrow \lambda \downarrow \rightarrow H \downarrow$

Примечание: Процентная ставка – r ; Номинальная процентная ставка – r_r ; Реальная процентная ставка – r_n ; Краткосрочная процентная ставка – r_t ; Потребление – C ; Инвестиции – I ; Совокупный спрос (aggregate demand) – IS ; Совокупные расходы – AE ; Благосостояние (wealth) – W ; Процентная премия¹¹⁴ – Pr ; Резервы (commercial Banks' Reserves in CB) – R ; Предложение кредитов – λ ; Расходы домохозяйств (households) – H ; Валютный курс (forward exchange rate) – E ; Чистый экспорт (net exports) – X ; Денежная масса – M ; Денежная база (monetary base) – MB ; Стоимость финансовых активов – μ ; Экономический рост (совокупный выпуск) – Y ; Уровень цен – π ; Инфляционное ожидание (inflation expectations) – π^e ; Сбережения – S ; Денежные потоки – σ ; Риск потерь (асимметрия информации) – τ .

При осуществлении политики ТИ выделяют ряд трансмиссионных каналов, которые имеют наиболее сильное воздействие на целевой ориентир.

К таким каналам относятся:

- прямой канал процентной ставки;
- канал благосостояния (накопления финансовых активов);
- канал валютного курса;
- канал инфляционных ожиданий.

Рассмотрим их подробнее.

¹¹⁴ Примечание: Процентная премия – цена на обеспечение финансовой сделки, цены финансовых активов.

Прямой канал процентной ставки

Наиболее эффективным механизмом трансмиссии считается канал процентной ставки. «Исходная идея канала процентной ставки достаточно проста: при данном уровне жесткости цен увеличение номинальной процентной ставки ведет к росту реальной ставки и издержек привлечения финансовых ресурсов. Удорожание ресурсов, в свою очередь, сказывается сокращением потребления и инвестиций»¹¹⁵. Или, «увеличение номинальной денежной массы снижает процентную ставку вследствие эффекта ликвидности, это, в свою очередь, стимулирует рост инвестиций и совокупных расходов, что приводит к росту реального выпуска»¹¹⁶.

Фактически канал процентной ставки отражает те изменения процентных ставок, которые могут быть вызваны изменениями в денежном предложении и, соответственно, то воздействие, какое они возымеют на инвестиционные решения и предпочтения потребителей. Таким образом, увеличение (уменьшение) денежной массы сокращает (увеличивает) объем ликвидности, что, в свою очередь, ведет к росту процентных ставок и, как следствие, отражается на потреблении, инвестициях и объеме производства.

В зависимости от того, какой будет свобода распространения эффекта сжатия или увеличения денежной массы и от соответствующей реакции экономических субъектов, воздействие изменения процентных ставок будет эффективным или неэффективным.

На первом этапе действие изменений процентной ставки, регулируемой органами финансовой политики, отражается на процентных ставках коммерческих банков. Рядом экономистов были проведены исследовательские работы по выявлению связи между ставками коммерческих банков и краткосрочной ставкой денежного рынка. Они пришли к выводу, что передача импульсов на ставки по корпоративным ссудам происходит довольно быстро. «Даже наиболее медленно и слабо реагирующие ставки на потребительские ссуды, по мнению этих исследователей, поглощают 80% изменения краткосрочной процентной ставки»¹¹⁷. А также, «на первом этапе канал процентной ставки работает хорошо, и оказывают ли изменения процентных ставок прямое воздействие на совокупный спрос или нет, зависит от поведения домашних хозяйств и корпоративного сектора»¹¹⁸.

¹¹⁵ Моисеев С.Р., «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», Финансы и кредит. №18, 2002, с.38-51

¹¹⁶ Kuttner K.N., P.C. Mosser. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions // Federal Reserve Bank of New York, Economic Review, 2002. —№ 8 (1). — p. 15—24.

¹¹⁷ Horvath, C., Kreko, J., Naszodi, A. "Interest rate pass-through in Hungary", MNB Working Paper, 2004. № 8, p. 13.

¹¹⁸ Там же (p. 15).

Следующий шаг или этап воздействия изменений процентных ставок на экономику сложнее. Экономические субъекты, адаптировавшись к условиям новых процентных ставок, начинают принимать новые инвестиционные решения.

Большое значение имеет степень корреляции между процентными ставками по однодневным депозитам, регулируемым ЦБ и временной структурой процентных ставок. Здесь доминирующим фактором является степень развитости и структурная организация финансовых рынков. Чем более развит финансовый рынок, тем более быстрым и предсказуемым будет эффект воздействия монетарной политики на структуру процентных ставок (кривая доходности).

Таким образом, в зависимости от специфики рассматриваемой экономики, от структуры финансовой системы и степени влияния инфляционных ожиданий субъектов экономики зависит более или менее эффективное воздействие процентного канала трансмиссии на ситуацию в монетарном секторе. «Важнейшей характеристикой процентного канала является то, в какой степени действия центрального банка оказывают влияние на краткосрочные процентные ставки денежного рынка, а также то, как изменяется соотношение различных процентных ставок финансового рынка в целом. Степень и временные лаги воздействия центрального банка на процентные ставки денежного рынка зависят, прежде всего, от структуры финансового рынка, а также от ожиданий участников этого рынка»¹¹⁹.

Наконец, действия органов финансовой политики, использующих процентный канал трансмиссии, должны учитывать степень воздействия изменений процентной ставки на финансовый сектор страны, поскольку уменьшение или увеличение процентной ставки непосредственно отражается на инвестиционном поведении субъектов экономики, а значит прямо влияет на финансовую систему. «При понижении процентных ставок денежного рынка цены на активы должны при прочих равных условиях расти, поскольку снижение процентных ставок уменьшает доходность денег как актива, и экономические агенты начинают искать альтернативные пути вложения капитала. Соответственно растет спрос на ценные бумаги и недвижимость»¹²⁰.

Канал благосостояния

Следующим каналом, важным при осуществлении политики ТИ является канал благосостояния (канал стоимости активов). Суть канала состоит в том, что «в связи с тем,

¹¹⁹ Cecchetti S. Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism // NBER Working Paper 7151. Cambridge: NBER, 1999, p. 25.

¹²⁰ Chami R., Cosimano T., Fullenkamp S. The Stock Market Channel of Monetary Policy // IMF Working Paper № 22. Washington: IMF, 1999, p. 19.

что изменение процентной ставки оказывает влияние на ценность долгосрочных финансовых активов, в которых размещаются сбережения (акции, облигации, недвижимость, драгметаллы), её рост ведет к снижению благосостояния и падению потребления»¹²¹.

Согласно теориям монетаристов и кейнсианцев, сокращение денежной массы сопровождается повышением процентных ставок. Последние в свою очередь ведут к увеличению ожидаемой доходности по облигациям, при этом снижая цены, как на облигации, так и на акции. Таким образом, снижение стоимости вложений в имущество может оказаться важным фактором, поскольку это может снизить расходы домохозяйств на потребление, что, в свою очередь, может быть вызвано изъятием сбережений домохозяйств.

По своему интерпретирует канал стоимости активов Мишкин, делая акцент на стоимости акций. Сначала он соглашается с q-теорией Тобина (1969):¹²² «когда акции дешевле относительно издержек замещения капитала, фирмы не желают выпускать новые акции для покупки средств производства, поэтому инвестиции сокращаются»¹²³. С другой стороны, он пишет: «более низкие цены на акции ведут к сокращению богатства домашних хозяйств, следовательно, к уменьшению потребления», то есть канал фактически работает через частное потребление.

Итак, канал финансовых активов (канал благосостояния) или финансовый канал отражает участие финансового рынка в трансмиссионном механизме. Увеличение денежной массы приводит к росту цен на финансовые активы, что в свою очередь ведет к повышению объема средств, получаемых в течение жизни. Последнее является стимулом для увеличения потребления и совокупного выпуска. Наряду с этим, рост стоимости финансовых активов, сопровождается снижением вероятности финансовых потрясений, что ведет к увеличению расходов домохозяйств на товары длительного пользования, что безусловно приводит к увеличению экономического роста.

Валютный канал

Одним из самых важных и действенных каналов трансмиссии в денежно-кредитной политике стран с переходной или развивающейся экономикой считается валютный канал.

¹²¹ Моисеев С.Р., «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», Финансы и кредит. №18, 2002, с.38-51

¹²² Tobin, J. "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory" // Journal of Money, Credit and Banking, 1969. № 1. p. 15—29.

¹²³ Rigobon, R., Sack, B. "The impact of monetary policy on asset prices", Journal of Monetary Economics, 2004. № 51, p. 46.

¹²³ Mishkin, F. "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism" // Journal of Economic Perspectives, 1995. № 9. p. 3—10.

Фактически канал валютного курса представляет собой реакцию обменного курса на изменения процентной ставки. Основным допущением при использовании валютного канала является выполнение правила непокрытого паритета процентной ставки, когда нейтральные к риску агенты требуют повышенной доходности по активам, дабы компенсировать возможные ожидаемые потери, вызванные снижением обменного курса.

Действие валютного канала происходит следующим образом. Падение обменного курса, вызванного увеличением денежной массы, приводит к удешевлению местных товаров относительно товаров привозных. Это является причиной увеличения спроса на экспорт, что, в свою очередь, обуславливает рост совокупного спроса и выпуска.

К падению номинального валютного курса может привести также снижение процентной ставки, что может явиться причиной перетока активов в местной валюте в активы в иностранной валюте. Тем самым, в результате такая девальвация может стать причиной роста экспорта и экономической активности.

Вместе с тем, повышение обменного курса может иметь не совсем благоприятный эффект для данной экономики. Согласно эффекту Баласса-Самуэльсона «повышение реального курса национальной валюты не приведет к снижению эффективности экспорта только в том случае, если производительность труда экспортного сектора экономики растет быстрее реальной заработной платы в нем»¹²⁴.

Картина воздействия изменений обменного курса на экономическую активность в малых и открытых экономиках несколько отличается от стран более крупных и обладающих более устойчивой экономикой. В малых открытых экономиках изменения обменного курса влияют не только на совокупный спрос, но и на совокупное предложение.

Так, снижение обменного курса национальной валюты по отношению к иностранной приведет к удорожанию импорта, выраженной в национальной валюте. Это вынудит экономических субъектов повысить цены, что будет обусловлено ростом себестоимости, но не увеличением совокупного предложения.

Итак, в зависимости от степени воздействия изменений валютного курса на цены товаров и от потоков капитала, зависит эффективность валютного канала. В ряде случаев, это может исказить результаты валютной политики, в особенности, если целью является осуществление гибкой курсовой политики. Кроме того, можно сказать, что чем больше удельный вес импорта в ВВП страны, тем более существенным будет эффект изменений обменного курса на общий уровень инфляции. Вместе с тем, имеют значения также

¹²⁴ Balassa B. The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal // Journal of Political Economy, 1964. — № 72. — p. 584—596.

масштабы и сроки ослабления валютного курса. Еще одним фактором, препятствующим эффективному использованию канала обменного курса для органов финансовой политики могут стать слишком большие объемы притока иностранного капитала в экономику.

Считается, что «в наибольшей степени канал валютного курса проявляется в экономике со свободно плавающим обменным курсом национальной валюты, где все движения процентных ставок отражаются на поведении обменного курса. При этом, в странах с режимом фиксированного валютного курса указанный канал не действует, так как внутренние процентные ставки в такой системе эндогенны»¹²⁵.

Среди экономистов бытует мнение, что наиболее действенным каналом денежной трансмиссии для стран с неразвитыми финансовыми рынками и высоким уровнем долларизации, является канал валютного курса.

Вопрос влияния колебаний валютного курса на общую динамику уровня цен волнует множество экономистов, и по сей день на эту тему существует множество исследований. К числу таких исследований можно причислить работу Резеши¹²⁶, который в 2005 году, используя ежедневные данные, начиная с 2001г. (период введения ТИ в Венгрии), когда наметилась тенденция более сильных колебаний валютного курса, оценил немедленное воздействие шоков монетарной политики на валютный курс. В своих исследованиях он обнаружил, что шоки д.к.п. были сильнее в те дни, когда Советом по монетарной политике принимались решения по процентной ставке и, что в первый день эффект был достаточно сильным, но сильнее он проявлялся на следующий день после изменения процентной ставки.

К тем же результатам пришел и Воннак (2005)¹²⁷, который, в отличие от Резеши, использовал данные, начиная с 1995 года и по многим параметрам взятые им данные отличались от тех, на которые опирался Резеши. В результате исследования он пришел к выводу, что «Неожиданное резкое повышение процентной ставки на 25 базисных пунктов в среднем почти немедленно ведет к укреплению валютного курса на 0,5—1%»¹²⁸.

Итак, «рост курса национальной валюты может влиять на совокупные расходы в экономике двумя путями: через эффект изменения относительных цен и балансовый эффект для предприятий и финансовых посредников»¹²⁹. В первом случае, как уже было подробно

¹²⁵ Mishkin F. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy // National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper, 2001. — № 8617., p.23.

¹²⁶ Andras Rezessy “Estimating the immediate impact of monetary policy shocks on the exchange rate”, Magyar Nemzeti Bank, Occasional Papers, 2005/38.

¹²⁷ Vonnak Balazs “Estimating Effect of Hungarian Monetary Policy withing a Structural VAR Framework”, MNB Working Paper, 2005/1.

¹²⁸ Там же.

¹²⁹ The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies // BIS Working Paper № 3. Basle: BIS, 1998, p. 95.

рассмотрено выше, удорожание отечественной продукции по отношению к импортной изменяет совокупный спрос в экономике. Балансовый эффект роста обменного курса проявляется тогда, когда в балансах предприятий и финансовых организаций наличествует большая доля обязательств, выраженных в иностранной валюте. В случае, если эти обязательства не покрываются активами в иностранной валюте, рост курса может изменить структуру собственного капитала и отразиться на расходах и заимствованиях.

Канал инфляционных ожиданий

Наконец канал инфляционных ожиданий играет большую роль в трансмиссионном механизме д.к.п., особенно при реализации модели ТИ. Существует множество исследований на тему инфляционных ожиданий.

К примеру, Берк в своих работах указывает на некоторые недостатки канала инфляционных ожиданий и утверждает, что «информационный смысл количественных показателей инфляционных ожиданий может быть ограничен из-за того, что респонденты не связывают свои экономические решения с ответами исследования»¹³⁰.

Проблема того, как объяснить поведение экономических субъектов при анализе экономических взаимоотношений отражена во многих работах западных экономистов. Так, этот вопрос рассмотрен Орфанидисом (2001)¹³¹ (на примере США) и Хуангом (2001)¹³² (на примере Новой Зеландии).

Для того, чтобы принять какие-либо экономические решения, не достаточно опираться в своем выборе только на статистические данные. Как пишет Коатс «лица, принимающие решения, несомненно, знают, что информация, которую они используют, является несовершенной и делают все для того, чтобы не ограничиваться публикуемыми статистическими данными для формирования своего мнения»¹³³.

Тем более простого анализа статистических данных не достаточно при принятии решений органами финансовой политики. Так, Резервный банк Новой Зеландии использует при осуществлении монетарной политики не статистические данные или предварительные оценки по ним, а прогнозные оценки экспертов, поскольку последние при анализе и последующей оценке используют более широкий спектр информации, чем просто обработку статистических данных.

¹³⁰ Berk, Jan M. Consumer inflation expectations and monetary policy in Europe. DNB-Staff Reports, De Nederlandsche Bank, 2000, 19.

¹³¹ Orphanides, A. Monetary policy rules based on real time data, American Economic Review, 2001. — № 91(4). — p. 964—985.

¹³² Huang, A., Margaritis, D. and Mayes, D. Monetary policy rules in practice: evidence from New Zealand, Multinational Finance Journal, 2001. — № 5(3). —p. 175—200.

¹³³ Coats, W., Laxton, D. and Rose, D. The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System, Prague: CNB, 2003.

Данный вопрос важен особенно при построении модели ожиданий, поскольку последние формируются на основе той информации, которая доступна в данный момент.

Построение прогнозов на основе такой модели ожидания сопровождается рядом проблем. Так например, как считают Мэйес и Таркка, «различные группы прогнозистов используют разные базы данных, которые в значительной мере обуславливают результаты большинства прогнозов и в некоторой степени делают их неправдоподобными при использовании неизменных принципов монетарной политики»¹³⁴. Поэтому, такие прогнозы характерны некоторой субъективностью, поскольку отражают мнения лишь определенного количества специалистов, которые в свою очередь не в состоянии учесть в своих прогнозах всей возможной информации при анализе.

В качестве более объективных сведений часто используют так называемые комбинированные прогнозы (“Consensus Forecasts”), либо публикации, которые сортируют и анализируют информацию по принципу Стока и Ватсона (1999)¹³⁵. Безусловно, каждый из рассмотренных вариантов имеет свои недостатки и преимущества.

Важно также отметить, что существенную роль в построении ожиданий экономическими субъектами играют прогнозы центрального банка. Поэтому, при достаточной степени доверия экономических субъектов к органам финансовой политики, канал инфляционных ожиданий может сыграть существенную роль при осуществлении монетарной политики.

Итак, анализ трансмиссионных каналов д.к.п. представляет собой рассмотрение воздействия имеющихся инструментов монетарной политики на инфляцию и объем выпуска продукции. Однако, обычно такой анализ упускает из виду воздействие этих инструментов на финансовую систему экономики и, в частности, на банковскую систему. Однако, очевидно, что только благодаря развитым и устойчивым финансовым институтам возможна эффективная работа трансмиссионного механизма, передающего импульсы в экономику.

Бесспорно также, что на каналы трансмиссии монетарной политики помимо макроэкономических условий, имеет сильное воздействие также состояние финансового сегмента экономики. Так, развитость или неразвитость финансовых рынков, устойчивость банковской системы, степень долларизации могут иметь существенное влияние на действенность того или иного трансмиссионного канала.

¹³⁴ Mayes, D. G. and Tarkka, J. Transparency in European central banks: the role of forecasts, *Current Politics and Economics of Europe*, 2002. — №11(3). — p. 245—270.

¹³⁵ Stock, J. H. and Watson, M. W. Forecasting inflation, *Journal of Monetary Economics*, 1999. — № 44. — p. 293—335.

Еще одним важным фактором действенности механизмов трансмиссии монетарной политики является степень государственного регулирования финансовой системы, или точнее финансовых рынков. Обычно такое регулирование происходит через процентные ставки или установление объемов или сроков банковского кредитования.

Наконец, при анализе трансмиссионного механизма д.к.п. необходимо, помимо учета инструментов, непосредственно находящихся в распоряжении ЦБ, учитывать также конъюнктуру финансовой системы экономики и степень ее влияния на реальный сектор.

Обобщив вышесказанное, отметим также некоторые экзогенные факторы, которые могут явиться причиной искажения действия тех или иных каналов трансмиссии. Такими факторами можно считать:

- экзогенные ценовые шоки;
- дефицит достоверности денежной политики или макроэкономической политики вообще;
- изменения в фискальной политике;
- разного типа политические риски (внутренние и внешние);
- структурные изменения в экономике;
- колебания в спросе на валютную политику;
- изменения на международных финансовых рынках, например рост или падение процентных ставок в соседних странах или странах-партнерах, изменения в перекрестных курсах, валютные кризисы в других странах и т.п.;
- долларизация экономики.

Последний фактор, который может стать препятствием для осуществления д.к.п., а точнее для эффективного действия механизма денежной трансмиссии, требует особого внимания.

Как известно, каналы трансмиссии монетарной политики весьма чувствительны к уровню долларизации. Слишком большое количество иностранной валюты в национальной экономике, при условии, что она используется как в качестве средства накопления, так и средства обращения, ограничивает возможности д.к.п. Фактически высокий уровень долларизации не позволяет органам финансовой политики эффективно управлять денежными агрегатами, тем самым, искажая связь между инфляцией и денежным предложением. Это, в свою очередь, становится причиной более уязвимого финансового и реального секторов к колебаниям обменного курса

Экономики, страдающие высоким уровнем долларизации, лишены возможности осуществления свободной процентной политики, поскольку внутренние процентные ставки во многом зависят от внутренних процентных ставок по финансовым активам,

выраженным в долларах и скорректированных на прогнозируемые изменения обменного курса. Поэтому, д.к.п. таких стран становится ограниченной ежедневными или еженедельными операциями на открытом рынке (например, операции репо).

Помимо этого, высокий уровень долларизации, сопровождаемый непредвиденными изменениями обменного курса, может привести к существенному увеличению внутренних издержек, связанных с неопределенностью дальнейшей динамики валютного курса. Как пишут Эйхенгрин и Хаузманн в своих исследованиях, «при наличии в балансах банков и фирм значительного объема обязательств, выраженных в иностранной валюте, резкое и непредвиденное снижение валютного курса может вызвать серьезное снижение чистой стоимости компании, что еще больше ухудшит динамику реального валютного курса, поставит под угрозу стабильность национальной финансовой системы и ослабит экономическую активность. Как правило, у компаний в развивающихся странах нет достаточно возможностей для страхования рисков, поскольку финансовые рынки таких стран являются недостаточно зрелыми, а иностранные инвесторы готовы выдавать кредиты только в своей национальной валюте»¹³⁶.

В этой связи, страны, обладающие достаточно высоким уровнем долларизации часто используют вместо политики плавающего курса политику «ползучей привязки», как бы тем самым страхуя себя от рисков, вызванных неожиданными колебаниями валютного курса.

В случае, когда страна обладает ограниченными валютными резервами, высокий уровень долларизации приводит к высокой степени чувствительности экономики к различного рода шокам. В то же время, при условии негативного влияния снижения обменного курса на балансы компаний, такие колебания могут привести к ослаблению финансового сектора. Так, «учитывая финансовые и хозяйственные связи между секторами экономики, проблема, которая сначала затрагивает только один сектор, может быстро распространиться и на другие сектора и вызвать более масштабный кризис»¹³⁷. Таким образом, зачастую колебания валютного курса, сопровождаемые высоким уровнем долларизации, делают экономику подверженной высокому риску неплатежеспособности. В силу этого, органы финансовой политики стран с высокой долларизацией предпочитают устанавливать более высокие ставки резервирования, дабы обеспечить себе тылы, выступая в роли кредитора последней инстанции.

¹³⁶ Eichengreen, B. and R. Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility," Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City conference on Issues in Monetary Policy, Jackson Hole, Wyoming, 27—29 August, 1999, p. 46.

¹³⁷ Allen, Mark, and others "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis," IMF Working Paper, 2002. — 02/210 (Washington: International Monetary Fund), p. 117.

Таким образом, высокий уровень долларизации может стать препятствием для эффективной работы трансмиссионного механизма д.к.п. и, как следствие, для осуществления политики ТИ.

Построение правильной траектории трансмиссионных каналов затрудняется проблемой так называемого «временного лага». Значимый канал в одном промежутке времени может оказаться незначимым в другом, поскольку они могут измениться во времени. Одной из причин такого изменения может стать развитие экономической системы. Трансмиссионный канал также может видоизменяться вместе с изменениями модели д.к.п., выбранной органами финансовой политики.

При определении трансмиссионного механизма данной конкретной экономики большое значение имеет определение того механизма, посредством которого производятся инвестиционные решения реального сектора.

«Органы денежно-кредитного регулирования располагают техническим и институциональным потенциалом для моделирования и прогнозирования инфляции у себя в стране, имеют некоторые знания или суждения о времени, которое необходимо для того, чтобы «факторы инфляции» оказали в полной мере воздействие на уровень инфляции и хорошо осведомлены о способе, которым монетарные импульсы влияют на основные макроэкономические переменные...»¹³⁸. Или, иными словами, трансмиссионные каналы, это система влияющих друг на друга переменных, которые, принимая математическое выражение, представляют собой систему уравнений, выступающих, в свою очередь, той самой моделью, позволяющей органам финансовой политики строить те или иные прогнозы относительно дальнейшего развития ситуации в данной экономике.

При осуществлении режима ТИ, построение такой политики становится доминирующим условием для эффективной реализации режима. Только наиболее точное прогнозирование может позволить органам финансовой политики в большинстве случаев достигать поставленной цели (целевого ориентира). «Важнейшая роль прогнозов инфляции в проведении монетарной политики может представлять основную проблему для стран, которые стремятся перейти к инфляционному таргетированию. У многих государств, где рынок находится на стадии становления отсутствовал «практический» опыт работы с моделями инфляции, ориентированными на перспективу сбора качественной информации об экономических условиях и экспертного оценивания прогноза инфляции и реакции соответствующей политики в рамках инфляционного таргетирования. Центральные банки, которые стремятся перейти к инфляционному

¹³⁸ Eichengreen, B., Masson, P., Savastano M. and Sharma, S. Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility. Princeton University, Essays in International Finance, 1999, № 213. — April, p. 73.

таргетированию, должны быть в состоянии дополнить информацию, полученную на базе денежных и кредитных агрегатов, информацией, полученной на основе других опережающих индикаторов инфляции»¹³⁹.

Однако, для стран развивающихся и стран с экономикой переходного периода, построение такой модели становится наиболее сложным в силу неразвитости и частых изменений в общей экономической системе и трансмиссионном механизме. В то же время, даже более развитые и передовые экономики, при осуществлении перехода к режиму ТИ поначалу не обладали определенной моделью инфляционного прогнозирования. Так, «большинство банков, реализующих режим инфляционного таргетирования промышленно развитых стран и зарождающихся рынков, начинали с небольших возможностей прогнозирования или их отсутствия и отсутствия модели прогнозирования вообще; а когда появилась небольшая модель, большинство центральных банков указывают на то, что она оказалась непригодной для составления прогнозов, обусловленных различными предположениями в отношении инструмента монетарной политики.

Кроме того, несмотря на то, что промышленно развитые государства, реализующие режим инфляционного таргетирования, часто имели в своем распоряжении какой-нибудь систематический процесс прогнозирования, большинство развивающихся стран, реализующих режим инфляционного таргетирования, его не имели»¹⁴⁰. Таким образом, все же в более выгодном положении находятся развитые страны, тогда как развивающиеся экономики не имеют достаточных условий для менее болезненной адаптации экономики к осуществлению нового монетарного режима. В то же время, страны с более устоявшейся экономикой обладают более прочным трансмиссионным механизмом, который не присущ только формирующимся экономическим связям в развивающихся экономиках.

В силу этого, «использование статистических взаимосвязей с целью прогнозирования и, в конечном счете построения моделей прогнозирования, а также дальнейшие шаги должны предприниматься в процессе. Центральные банки, планирующие осуществлять инфляционное таргетирование, могут извлечь выгоду из опыта их предшественников, используя модели и показатели, созданные действующими разработчиками прогнозов инфляции и, производя заново их калибровку, с учетом условий своей конкретной страны. Со временем, по мере того как центральные банки получают лучшее представление об основных экономических взаимосвязях, которые

¹³⁹ Eichengreen, B., Masson, P., Savastano M. and Sharma, S. Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility. Princeton University, Essays in International Finance, 1999, № 213. — April, p. 79.

¹⁴⁰ Batini, N., Kuttner, K. and Laxton, D. Does Inflation Targeting Work in Emerging markets? In IMF, World Economic Outlook, September, 2005. Chapter 4, 2005, p. 39.

действуют в их экономиках, могут быть разработаны более совершенные модели прогнозирования»¹⁴¹.

На начальном этапе перехода к режиму ТИ достаточно наличия простейшей модели, описывающей основные макроэкономические переменные, связанные с номинальным якорем. Однако, согласно чешским экономистам, непосредственно осуществляющим переход с монетарной политики на режим ТИ, первоначальная модель должна обладать определенными предпосылками, которые могли бы обеспечить эффективную реализацию д.к.п.. Как пишет, Коэтс:

- «модель должна содержать четкий и функциональный монетарный трансмиссионный механизм. Процентные ставки должны оказывать некоторое (хотя и относительно слабое) влияние на экономику наряду с каналом обменного курса, даже если эконометрические методы не в состоянии это обнаружить. Модель должна генерировать теоретически обоснованные импульсные отклики и достаточно хорошо описывать наиболее важные макропеременные;
- должны присутствовать некоторые элементы, учитывающие будущую динамику и отображающие важную роль ожиданий в экономике и на них должен делаться акцент со стороны центрального банка, осуществляющего инфляционное таргетирование, хотя ожидания не обязательно должны быть полностью рациональными. В действительности, свойства реалистичной модели могут потребовать относительно большей доли ретроспективного компонента при формировании ожиданий;
- она должна представлять собой открытую архитектуру, позволяющую включать в ходе прогнозирования экспертное мнение, и, возможно, отображать информацию, полученную из сопутствующих моделей, разрабатываемых позже»¹⁴².

Другим условием эффективного построения первоначального варианта модели является то, что «в модели должно присутствовать эндогенное правило монетарной политики (то есть функция реакции центрального банка). Моделирование и прогнозирование с использованием неизменных процентных ставок представляют собой искусственные сценарии, которые могут реализовываться на практике только при случайном стечении обстоятельств»¹⁴³.

¹⁴¹ Carare, A., Schaechter, A., Stone, M. and Zelmer, M. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. IMF Working Paper, 2002. — WP/02/102.— June, p. 59.

¹⁴² Coats, W., Laxton, D. and Rose, D., eds. “The Czech National Bank’s Forecasting and Policy Analysis System”, Prague, Czech National Bank, 2003, p. 46.

¹⁴³ Skořepa, M. and Kotlarn, V. Inflation targeting: To forecast or to simulate? Prague, CNB Research and Policy Notes, № 1/2003. — January, p. 84.

Наличие названного эндогенного правила важно для технического осуществления политики ТИ и его экономического объяснения. То есть такое правило должно описывать динамику изменения макроэкономических переменных в будущем, как бы тем самым, создавая некую философию инфляционного таргетирования. Причем вначале может использоваться довольно простое правило. К примеру, может быть использовано простейшее и широко известное правило Тейлора, которое представляет собой следующее уравнение:

$$i_t = bp_t + cy_t$$

где

i_t – изменение номинальной краткосрочной процентной ставки, выбираемое центральным банком в момент времени t ;

b, c – коэффициенты уравнения, $b = 1,5$; $c = 0,125$;

p_t – отклонение инфляции от оптимального значения в момент времени t ;

y_t – отклонение номинального ВВП от потенциального уровня в момент времени t ;

[4]

Большинство стран, приступающих к осуществлению политики ТИ, используют для начала указанное правило, впоследствии добавляя в систему уравнений прогнозирования компоненты, присущие национальной экономике. То есть, «со временем должен появиться набор сопутствующих режимов, которые позволят пристальнее взглянуть на некоторые специфические аспекты экономики и/или обсудить вопросы неопределенности модели»¹⁴⁴.

Еще одним важным моментом Коэтс отмечает то, что «в большинстве случаев модель необходимо калибровать, а не оценивать и, не в последнюю очередь, из-за проблем, ранее уже упомянутых. Калибровка может базироваться на опыте других государств, оценке с использованием моделей с одним уравнением и анализе реакции на импульсы VAR¹⁴⁵, но потребуются принятие многих специальных решений, основанных на суждениях. Это не представляет проблемы, если модель в целом «ведет себя» достаточно хорошо. Позже можно произвести повторную оценку калибровки, когда будут накоплены опыт и больше информации, с учетом ошибок прогнозирования в прошлом и/или некоторых передовых технологий оценки»¹⁴⁶.

Большинство экономистов сходятся во мнении, что калибровка является наиболее доступным и возможным способом придания модели монетарной политики определенных, присущих только транзитным экономикам, параметров. Итак, калибровка

¹⁴⁴ Smidkova, K. Targeting inflation under uncertainty: Policy makers' perspective. Prague, CNB Research and Policy Notes, № 2/2003. — April, p. 58.

¹⁴⁵ Примечание: Векторная авторегрессия.

¹⁴⁶ Coats, W., Laxton, D. and Rose, D., eds. "The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System", Prague, Czech National Bank, 2003, p. 78.

– это процесс, в ходе которого модель «обрастает» специфическими параметрами, позволяющими усовершенствовать и адаптировать данную модель к данным конкретным условиям рассматриваемой экономики. Альтернативным вариантом при построении модели используют оценивание. Однако, данный метод имеет ряд недостатков, искажающих эффективную работу разрабатываемой модели. Во-первых, оценивание включает в себя достаточно неопределенные значения. Во-вторых, если калибровка позволяет некоторое абстрагирование от конкретных деталей, то оценивание требует учета множества факторов, что затрудняет и усложняет процесс построения модели.

Помимо этого, при построении модели монетарной политики для стран с экономикой переходного периода, возникают еще большие проблемы, поскольку период рассмотрения данных для таких экономик достаточно узок, и это затрудняет применять принцип оценивания.

Калибровка предполагает выбор определенных параметров, которые, в свою очередь, могут в некоторой степени оказать помощь структурным параметрам модели.

При подборе параметров, в первую очередь необходимо построить базовую модель. Модель должна учитывать специфику данной конкретной экономики, но может опираться на опыт других стран, схожих по своим характеристикам.

Затем необходимо оценить реакцию разработанной модели на различные шоки. Это возможно при сравнении с другими похожими моделями схожих экономик на основании полученных результатов, при использовании VAR-моделей. Так называемые VAR-модели являются наиболее распространенным способом изучения каналов трансмиссионного механизма. Они представляют собой внутреннюю (эндогенную) реакцию изменения процентных ставок на другие переменные. Определенные действия органов финансовой политики, скорее всего, отражаются на функциях импульсного отклика. С течением времени, когда органы финансовой политики достигают приемлемого уровня доверия, политика центрального банка создает ожидания экономических агентов, чем может частично проектировать их поведение.

Наконец, необходимо оценить возможные ошибки модели в разрезе информации о предыдущих периодах, поскольку даже при условии, что модель работает «верно», это еще не является гарантией эффективного прогнозирования с помощью данной модели.

Итак, важнейшим этапом калибровки является анализ и определение свойств модели и выявление ее откликов на различные шоки. Таким образом, в первую очередь выявляется определенный набор шоков и переменных, реакция которых на эти шоки и является предметом исследования. Шоки в данном случае рассматриваются как временные, когда исследуется поведение модели в данной конкретной ситуации, вплоть

до момента возвращения в исходное положение, так и перманентные, когда проводится анализ перехода и адаптации модели к новым сложившимся условиям.

Так или иначе, 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.

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»¹⁴⁷. 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.

¹⁴⁷ С.Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. «Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках». Москва, июль, 2003г., ст. 45.

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.

Обратимся к некоторым примерам осуществления политики ТИ в странах с экономикой переходного периода. Опыт некоторых стран с переходной экономикой и развивающихся стран показывает, что применение модели ТИ в денежно-кредитной политике страны может быть весьма успешным. Рассмотрим подробнее несколько примеров д.к.п. таких стран.

К числу стран, которым удалось успешно применить политику ТИ в своей денежно-кредитной политике можно причислить Чехию. Первоначально в Чехии осуществлялась политика фиксированного обменного курса (1990-1997гг.) и, параллельно, в виде коридора задавался целевой ориентир денежного агрегата M2.

«Вплоть до 1995г. наблюдался сильный приток капитала в страну, в том числе и спекулятивного. Покупка валюты Национальным банком не могла быть полностью стерилизована, что привело к росту денежного предложения и, в частности, к систематическому превышению темпов роста денежной массы над целевыми ориентирами. С целью предотвратить приток спекулятивного капитала, допустимые отклонения валюты от официального курса были увеличены в начале 1996 года с 0,5% до 7,5%. Ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках, выросший дефицит счета текущих операций и политика Правительства Чехии в области индексации заработной платы и дефицитного бюджета привели к давлению на валютный курс в сторону понижения и, в конечном итоге, к атаке на крону в мае 1997 года»¹⁴⁸.

К 1997 году стало ясно, что проводимая монетарная политика успеха не принесла и 22 декабря 1997¹⁴⁹ года было принято решение о переходе на режим ТИ.

Первоначально, в качестве целевого ориентира был выбран показатель «чистой инфляции» (*net inflation*), который представлял собой общий индекс потребительских цен, за вычетом косвенных налогов и так называемых административных цен (цен, регулируемых государством) (см. таблицу 10).

¹⁴⁸ Smidkova, K. et al. (1998) "Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997", CNB Working paper, 2, p. 58.

¹⁴⁹ Coats, W. (2000) *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, ed. by. CNB and IMF, p. 69.

Таблица 10. Целевой ориентир «чистой инфляции» в Чехии с 1998 по 2005гг¹⁵⁰.

Год	Целевой ориентир	Месяц достижения целевого ориентира	Месяц установления целевого ориентира
1998	5.5% - 6.5%	Декабрь, 1998	Декабрь, 1997
1999	4% - 5%	Декабрь, 1999	Ноябрь, 1998
2000	3.5% - 5.5%	Декабрь, 2000	Декабрь, 1997
2001	2% - 4%	Декабрь, 2001	Апрель, 2000
2005	1% - 3%	Декабрь, 2005	Апрель, 1999

В апреле 2001г. Национальным банком по согласованию с Правительством Чехии было принято решение об установлении ориентиров на период 2002–2005 годов¹⁵¹. В качестве целевого ориентира был выбран общий индекс потребительских цен (см. таблицу 11). Отклонения от установленного ориентира допускаются, только если они обусловлены внутренними экономическими шоками, которыми могут быть, например, резкое колебание обменного курса на валютном рынке, резкое изменение цен на определенную группу товаров и т.д.

Таблица 11. Целевой ориентир индекса потребительских цен (ИПЦ) в Чехии с 2002 по 2005гг¹⁵².

	Месяц	Целевой ориентир	Месяц достижения целевого ориентира	Месяц установления целевого ориентира
Начало действия установленного ориентира	Январь, 2002г.	3% - 5%	Январь, 2002г.	Апрель, 2001г
Конец действия установленного ориентира	Декабрь, 2005г.	2% - 4%	Декабрь, 2005г.	

За весь период применения режима ТИ, органам финансовой политики Чехии не всегда удавалось попадание в цель (целевой ориентир) (см. таблицу 12). На рис. 47 отражены целевые ориентиры Центрального банка Чехии за весь период применения режима ТИ, включая целевой ориентир на 2007г.

¹⁵⁰ Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic (an article, link to the website of Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance 5-6/2003).

¹⁵¹ The Setting of the Inflation Target for 2002–2005, CNB, April 2001.

¹⁵² Источник: Czech National Bank. (<http://www.cnb.cz/en/>).

Таблица 12. Инфляционные ориентиры и фактический уровень инфляции в Чехии с 1997 по 2005гг¹⁵³.

	1997*	1998*	1999*	2000*	2001*	2002**	2003**	2004**	2005**	2006**
Целевой ориентир		5.5 - 6.5	4 - 5	3.5 - 5.5	2 - 4	3 - 5	3 - 5	3 - 5	2 - 4	3
Фактический уровень инфляции	8.5	10.7	2.1	3.9	4.7	1.8	1.1	2.8	0.5	1.4***

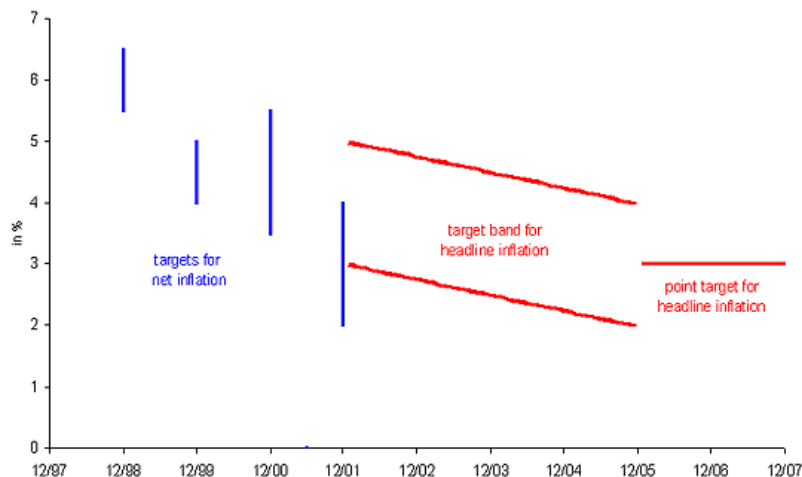
* - в качестве целевого ориентира использовалась «чистая инфляция»;

** - в качестве целевого ориентира использовался общий уровень цен (ИПЦ).

*** - фактический уровень инфляции за первый квартал 2006г.

Основными инструментами д.к.п. явились:

- операции на открытом финансовом рынке (Open market operations);
- автоматические инструменты (Automatic facilities);
- минимальные резервы коммерческих банков в ЦБ (Minimum reserves).



Примечание: targets for "net" inflation. – целевой ориентир для «чистой инфляции»; target band for headline inflation – целевой коридор для основной инфляции (общий уровень цен); point target for headline inflation - целевой ориентир (точка) для основной инфляции (общий уровень цен).

Рис. 47. Целевые ориентиры Центрального банка Чехии на период с 1997 по 2007 гг.¹⁵⁴.

В общем операции на открытом рынке можно подразделить на следующие составляющие:

➤ основной формой операций на открытом рынке являются двухнедельные операции репо. Суть инструмента заключается в том, что ЦБ Чехии принимает ликвидный излишек от коммерческих банков в обмен на гарантированные двухнедельные репо, что, по сути, позволяет ЦБ поглощать избыточные ликвидные средства банковской системы.

¹⁵³ Источник: Czech National Bank. (<http://www.cnb.cz/en/>).

¹⁵⁴ Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic (an article, link to the website of Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance 5-6/2003).

➤ дополнительным инструментом являются трехмесячные операции репо на открытом рынке, с помощью которых ЦБ осуществляет ту же операцию, что и с двухнедельными репо, разница заключается лишь в периоде.

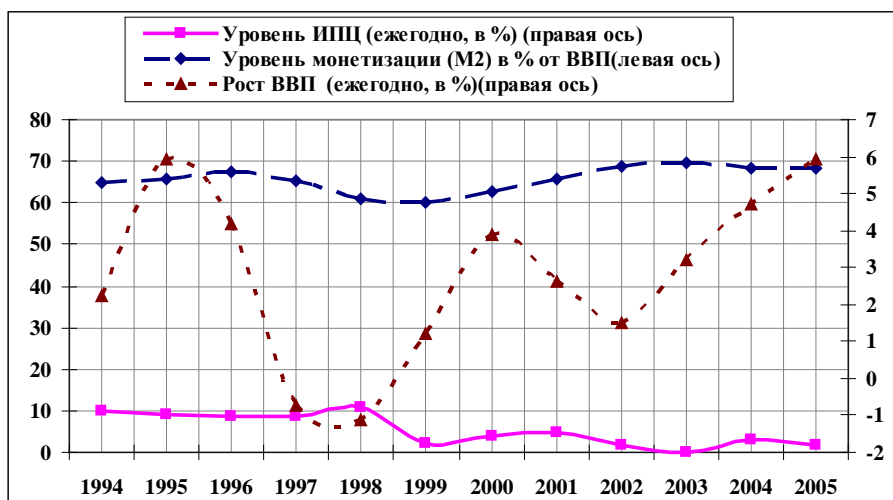


Рис. 48 . Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %) ¹⁵⁵.

«Среди автоматических инструментов используются депозитные и репо-кредитование коммерческих банков, операции на условиях «овернайт». Ставки по этим операциям, соответственно, дисконтной и ломбардной, образуют коридор для ставки по двухнедельным репо. В числе прочих инструментов следует упомянуть операции на валютном и открытом рынках. Система обязательного резервирования постепенно утрачивает свое значение. С 07.10.1999 года норматив обязательных резервов установлен на уровне 2%» ¹⁵⁶.

Рассмотрим основные макроэкономические показатели Чехии за последние 10-25 лет. Как уже было сказано выше, годом введения режима ТИ можно считать 1997, именно с этого года наблюдается резкое увеличение экономического роста, а также стабилизация уровня инфляции (см. рис. 48). Вместе с тем, уровень монетизации остался почти на том же уровне. В Чехии нельзя говорить о том, что снижение темпов инфляции сопровождается повышением уровня монетизации экономики.

¹⁵⁵ Источник: World Development Indicators _1990-2005гг.

¹⁵⁶ С.Дробышевский, А.Козловская, Д.Левченко, С.Пономаренко, П.Трунин, С.Четвериков. «Сравнительный анализ д.к.п. в переходных экономиках». Москва, июль, 2003г., ст. 25

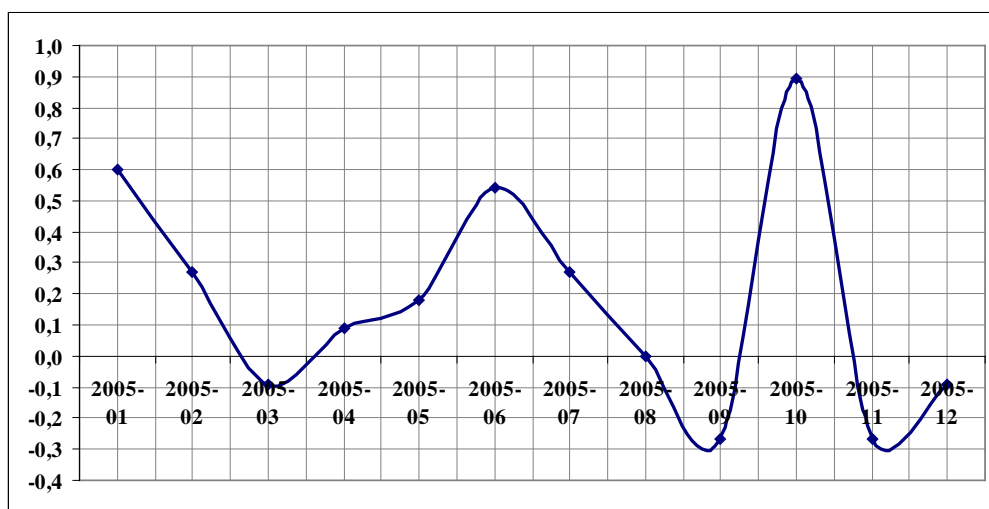


Рис. 49. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в Чехии ¹⁵⁷.

Как видно на рисунке 49, уровень инфляции в течение 2005 года хотя и не отличался стабильностью, что скорее всего вызвано внутренними шоками, все же сохранял достаточно низкий уровень.

Обменный курс национальной валюты Чехии, несмотря на некоторое снижение, оставался стабильным на протяжении последних двух лет (см. рис. 50). Обратим внимание, что стабильность курса сохраняется, при том, что в стране действует режим свободно плавающего курса.

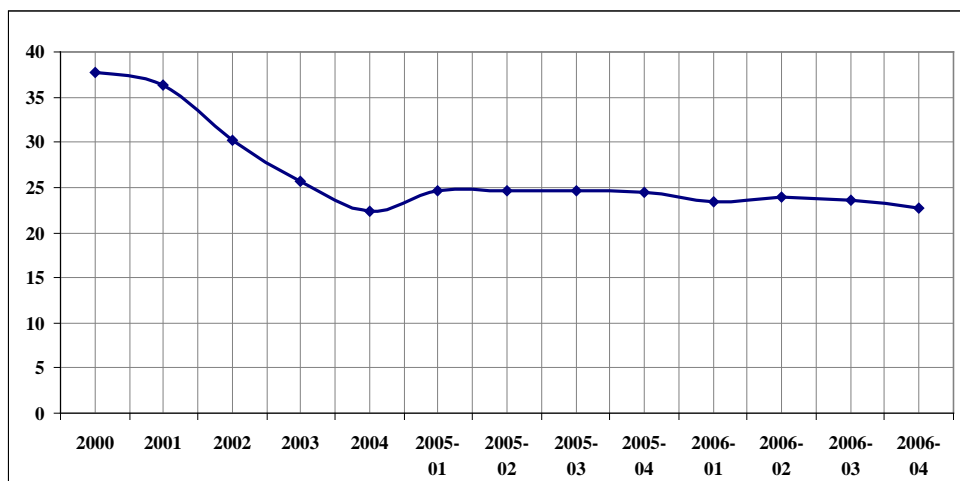


Рис. 50. Изменение обменного курса в Чехии (в %) ¹⁵⁸.

Проведенные реформы в Чехии в денежно-кредитной сфере положительно отразились также на инвестиционном климате страны. Начиная с 1997 года наблюдается резкое повышение притока иностранного капитала в страну (см. рис. 51). Так, с 2,3% от

¹⁵⁷ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts.

¹⁵⁸ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts

ВВП в 1997 году, уровень прямых иностранных инвестиций в 1998 возрос до 6,1% от ВВП, а в 2002 году составил 11,5% от ВВП страны. И, несмотря на снижение притока иностранного капитала в 2003 году, все же можно утверждать, что инвестиционный климат Чехии претерпел достаточные улучшения. То же самое можно сказать о распределении притока иностранного капитала на душу населения.

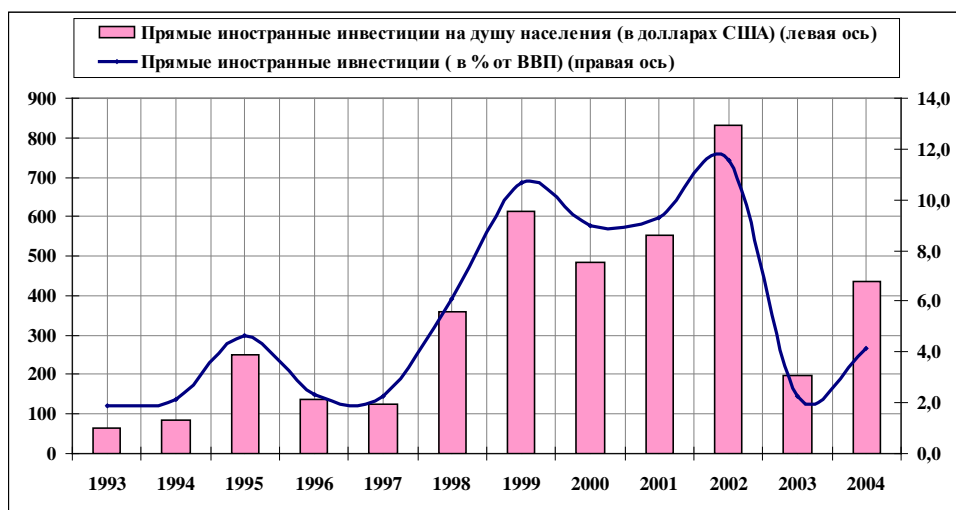


Рис. 51 . Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (% от ВВП)¹⁵⁹.

В отличие от рассмотренных выше стран, в Чехии наряду с повышением уровня жизни наблюдается также повышение расходов населения на конечное потребление, хотя в определенные периоды времени все же, несмотря на повышение уровня ВВП на душу населения, конечное потребление имело тенденцию к сокращению (см. рис. 52).

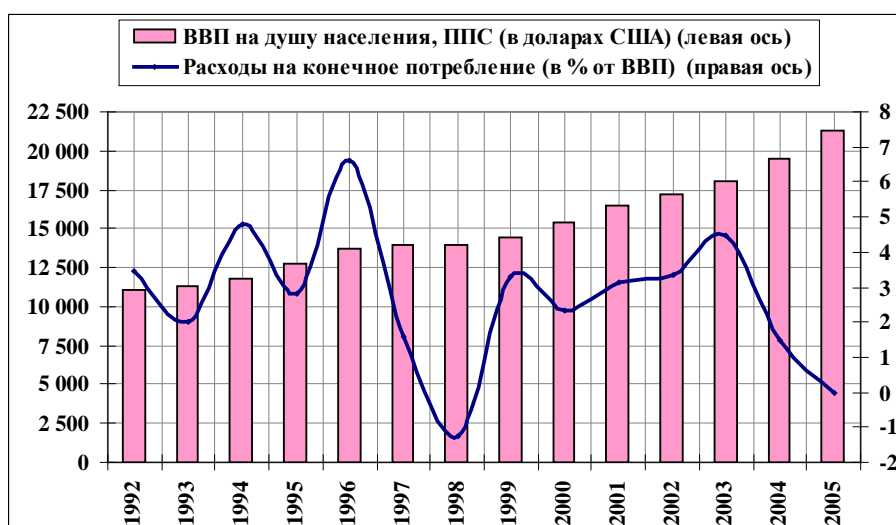


Рис. 52. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (% от ВВП)¹⁶⁰.

¹⁵⁹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

¹⁶⁰ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Как наглядно видно на рисунке 53, показатели финансового рынка Чехии отражают тенденцию к снижению, что говорит о недостаточно развитом финансовом рынке страны. Если уровень капитализации рынка оставался достаточно стабильным на протяжении 10 лет (1994 – 2003гг.), то доля совокупных кредитов реальному сектору сократилась с 76,6% в 1994 году до 32,4% в 2003 году, то есть почти вдвое.

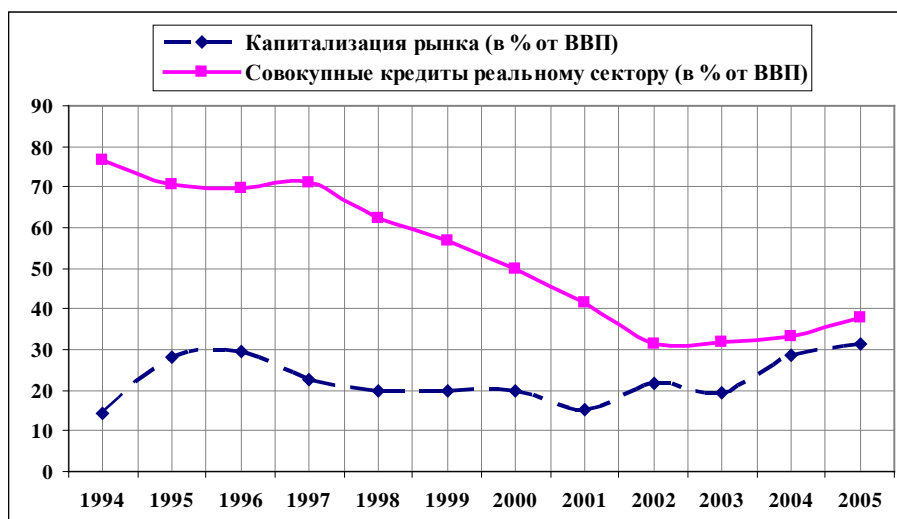


Рис. 53. Основные показатели финансового рынка ¹⁶¹.

Тем не менее, рассматривая стартовые возможности экономики Чехии и успехи д.к.п. в достижении стабильного и низкого уровня цен, можно говорить о достаточно положительных результатах макроэкономической политики Чехии.

Среди стран бывшего СССР можно выделить Казахстан, как страну, осуществляющую политику ТИ.

В 2001 году национальный банк Казахстана объявил о переходе к новому режиму д.к.п., в частности, в качестве основного направления д.к.п. был объявлен период в 3 года, который стал промежуточным периодом подготовки к принципам инфляционного таргетирования, что предполагало постепенный переход от целевых показателей по денежным агрегатам и золотовалютным резервам к целевым показателям по инфляции. В таблице 13 указаны инфляционные ориентиры и фактический уровень инфляции в Казахстане с 2002 по 2004гг. и с 2005 по 2007гг.

¹⁶¹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Таблица 13. Инфляционные ориентиры и фактический уровень инфляции в Казахстане с 2002 по 2005гг¹⁶².

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Целевой ориентир	5–7	5–7	5–7	4.8-6.9	4,8-6,2	4,1-5,5
Фактический уровень инфляции	6,6	6,8	6,7	6,6	—	—

Новые реалии обусловили смещение акцентов в политике Национального Банка Республики Казахстан. С 1 января 2004 года основной целью Национального Банка Республики Казахстан стало обеспечение стабильности цен, для выполнения которой Национальный Банк Республики Казахстан имел возможность продолжать реализацию следующих задач:

- 1) разработка и проведение д.к.п. государства;
- 2) обеспечение функционирования платежных систем;
- 3) осуществление валютного регулирования и валютного контроля;
- 4) содействие обеспечению стабильности финансовой системы¹⁶³.

В этих условиях, учитывая в целом позитивную тенденцию развития экономики страны, Национальный Банк Республики Казахстан определяет приоритетные направления деятельности на предстоящие три года.

При принятии основных направлений д.к.п. Национального Банка Республики Казахстан учитывались следующие два фактора.

«Во-первых, с развитием финансового рынка в Казахстане наблюдается ослабление взаимосвязи между денежными агрегатами и инфляцией. Поэтому прогнозы денежных агрегатов не являются целевыми и границы прироста по ним не являются жестко заданными, особенно в условиях внедрения в Казахстане принципов инфляционного таргетирования. Тем не менее, они остаются важным ориентиром для рынка и учитываются при составлении Основных направлений д.к.п. на 2005-2007 годы.

Во-вторых, на инфляцию, которая сложится в результате 2005 года, будут оказывать воздействие меры, осуществленные в 2004 году, в то время как д.к.п. в 2005 году окажет влияние на результаты 2006 года»¹⁶⁴.

Рассмотрим основные макроэкономические показатели Казахстана. Начиная с 1998 года, наблюдается повышение уровня монетизации (см. рис. 54). Наряду с этим, в период с 1998г. по 2000г. уровень инфляции повышался, однако, начиная с 2000 года, несмотря на

¹⁶² Источник: Национальный Банк Республики Казахстан, 2006.

¹⁶³ Основные направления д.к.п. на 2005-2007 годы. Национальный Банк Республики Казахстан, 2005

¹⁶⁴ Основные направления д.к.п. на 2005-2007 годы. Национальный Банк Республики Казахстан, 2005

то, что уровень монетизации продолжал увеличиваться, уровень инфляции начал снижаться. Вместе с этим, начиная с 1998 года заметна тенденция повышения экономического роста.

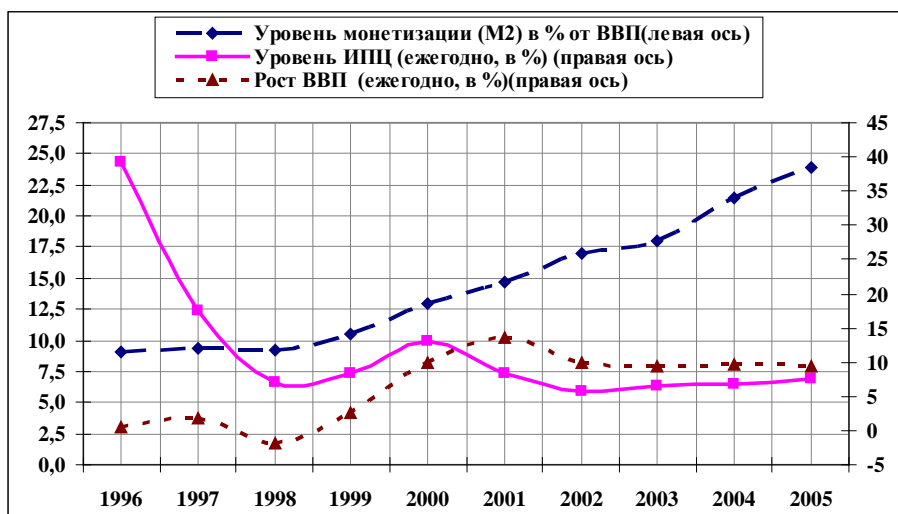


Рис. 54. Уровень ИПЦ (ежегодно, в %), уровень монетизации (M2) в % от ВВП, рост ВВП (ежегодно, в %)¹⁶⁵.

Ежемесячное изменение уровня инфляции в 2005 году в Казахстане, за исключением некоторых колебаний в конце года, все же носит стабильный характер (см. рис. 55).

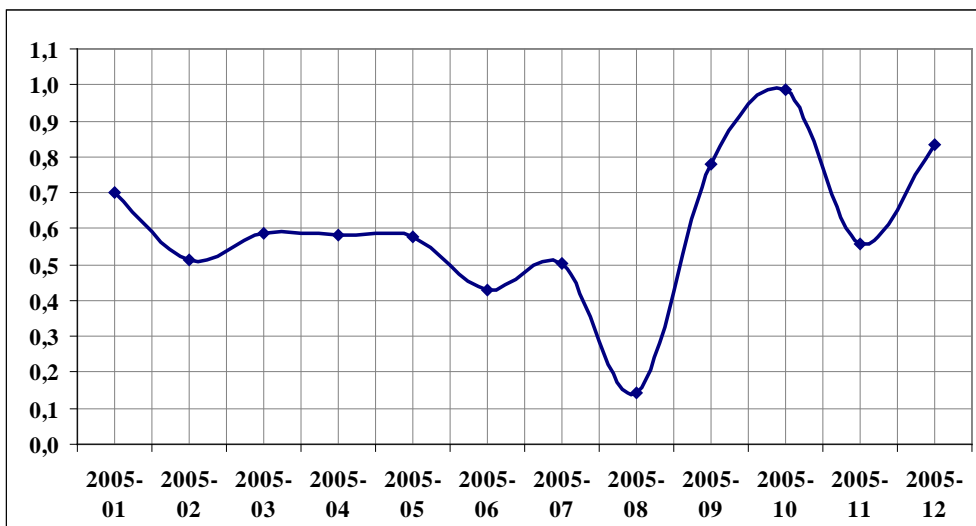


Рис. 55. Уровень ИПЦ (ежемесячно, в %) в .¹⁶⁶

¹⁶⁵ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

¹⁶⁶ United Nations Statistics Division - National Accounts.

Валютная политика Казахстана представляет собой реализацию плавающего режима. В 2004 году продолжилась тенденция укрепления курса тенге по отношению к доллару США, в номинальном выражении он укрепился на 9,3%, что способствовало замедлению инфляционных процессов.

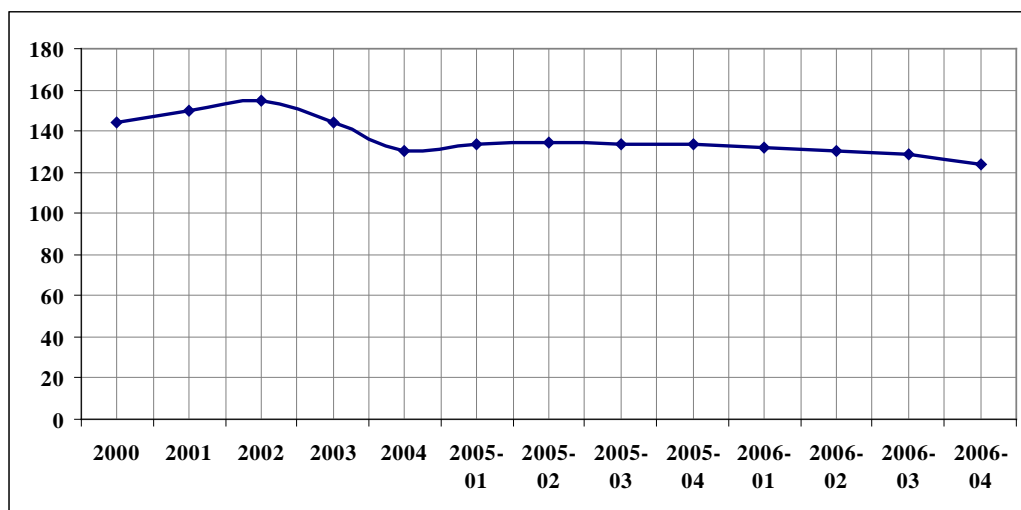


Рис. 56. Изменение обменного курса в (%)¹⁶⁷.

Чтобы не допустить значительного укрепления реального обменного курса тенге, а также для сглаживания колебаний курса Национальный Банк Республики Казахстан участвовал на внутреннем валютном рынке в качестве покупателя. Всего за 2004 год объем чистой покупки иностранной валюты Национальным Банком Республики Казахстан составил 3,6 млрд. долл. В результате за 2004 год чистые международные резервы Национального Банка Республики Казахстан увеличились на 87,1% до 9,3 млрд. долл.

«Покупки Национальным Банком Республики Казахстан иностранной валюты в целях недопущения роста инфляции стерилизовались, в основном, выпуском краткосрочных ценных бумаг, проведением операций репо и привлечением депозитов от банков. За 2004 год объем ценных бумаг в обращении увеличился практически вдвое (на 99,5%) до 369,1 млрд. тенге, объем проведенных операций репо – на 60,1% до 782,4 млрд. тенге, объем привлеченных тенговых депозитов – в 2,5 раза до 775,7 млрд. тенге»¹⁶⁸.

Динамика колебаний обменного курса национальной валюты Казахстана отражена на рисунке 56. Как это наглядно видно, валютный курс оставался достаточно стабильным и не претерпел резких скачков или изменений за последние 6 лет.

Начиная с 1998 года в Казахстане наблюдается резкое повышение уровня притока прямых иностранных инвестиций по отношению к валовому внутреннему продукту

¹⁶⁷ Источник: United Nations Statistics Division - National Accounts

¹⁶⁸ Там же.

страны (см. рис. 57). Так, с 4,7% от ВВП в 1998 года, приток иностранного капитала возрос до 12,8% от ВВП в 2001 году. Такую же картину представляет собой подушевое распределение притока иностранного капитала в страну.



Рис. 57. Динамика роста прямых иностранных инвестиций на душу населения (в долларах США) и прямые иностранные инвестиции (в % от ВВП)¹⁶⁹.

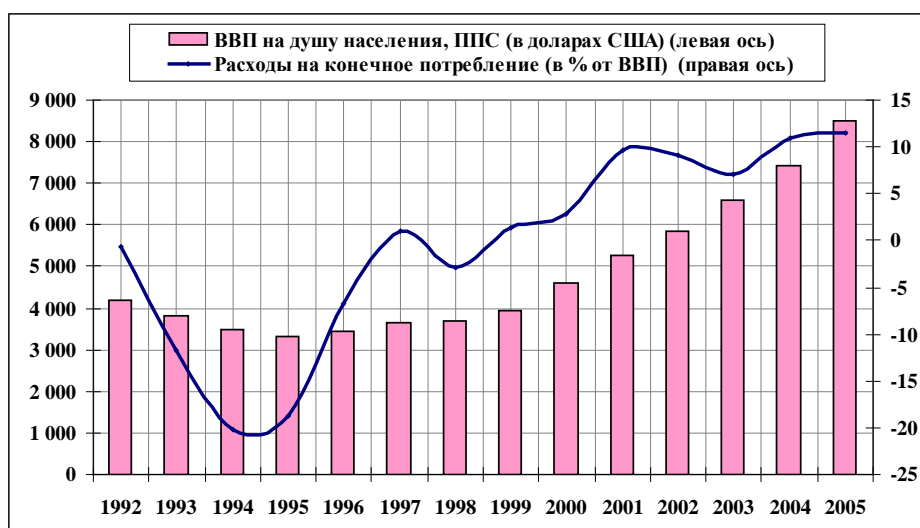


Рис. 58. ВВП на душу населения, ППС (в долларах США) и расходы на конечное потребление (в % от ВВП)¹⁷⁰.

О повышении уровня жизни можно также судить по рисунку 58, который отражает ВВП на душу населения и расходы населения на конечное потребление. Обратим внимание на тенденцию развития уровня жизни и конечного потребления населения в Казахстане. Вплоть до 1998 года и тот и другой показатель развивались практически одинаково. Однако, начиная с 1999 года, наряду с повышением уровня ВВП на душу населения, наблюдается снижение доли расходов на конечное потребление. Так в 1998 году уровень ВВП на душу населения составлял 3624 доллара США, а доля расходов на

¹⁶⁹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

¹⁷⁰ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

конечное потребление в ВВП страны равнялась 88,7%. Те же показатели в 2003 году составили 6671 доллар США и 67,2% от ВВП соответственно.

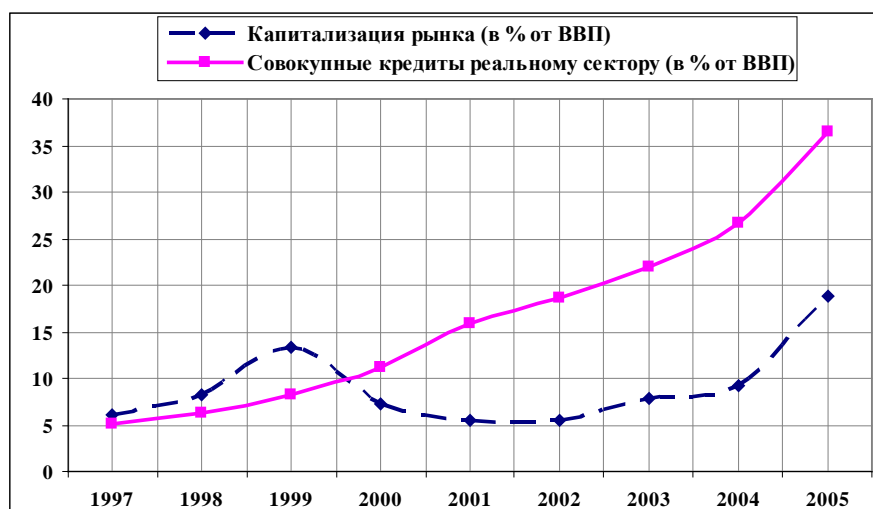


Рис. 59. Основные показатели финансового рынка ¹⁷¹.

Основным инструментом д.к.п. являются операции на открытом рынке. 2004 год был первым годом функционирования финансового сектора Казахстана в условиях реформированного государственного регулирования, а именно, с 2004 года все регулирующие и надзорные функции на финансовом рынке осуществляет Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций.

Выделение регулирующих и надзорных функций определило особый статус Национального Банка Республики Казахстан, который является единственным центральным банком в СНГ, деятельность которого полностью сконцентрирована на функциях, присущих классическому центральному банку.

Показатели финансового сектора, говоря о достаточно успешных результатах проводимой политики по развитию финансового рынка страны. Как показывает рисунок 59, доля совокупных кредитов реальному сектору за период с 1997г. по 2005 год возрос с 5,2% от ВВП до 22,9% от ВВП соответственно. Уровень капитализации также имел тенденцию к росту, несмотря на не очень высокие темпы. Так в 1999 году был достигнут максимальный уровень капитализации рынка, и составил 13,4% от ВВП.

Подводя итоги, скажем, что, несмотря на недолгий срок применения режима ТИ в денежно-кредитной политике Казахстана, можно говорить о положительных результатах

¹⁷¹ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

по достижению низкого и стабильного уровня инфляции, и также улучшению основных макроэкономических показателей.

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. Хотя, 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.

Тем не менее, страны, применяющие политику ТИ отличаются более развитыми финансовыми рынками, о чем свидетельствует рисунок 60. Как наглядно показано на рисунке 60, 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 ВВП. В странах, осуществляющих политику ТИ, эта доля намного выше, чем в странах, применяющих иной режим монетарной политики.



Рис. 60. Основные показатели финансового рынка в странах, применяющих политику ТИ (23 страны) и в странах, практикующих иной режим д.к.п. (94 страны)(1990-2005гг.)¹⁷².

Вместе с тем, страны, осуществляющие политику ТИ отличаются более высоким уровнем монетизации (см. рис. 61). В целом по странам, не применяющим ТИ уровень монетизации остается на стабильном уровне, не отличающимся определенным ростом, за

¹⁷² Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

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..

Отметим, что страны, которые практикуют ТИ в целом отличаются более высокими темпами экономического развития, чем страны, осуществляющие другую д.к.п. (см. рисунок 62).

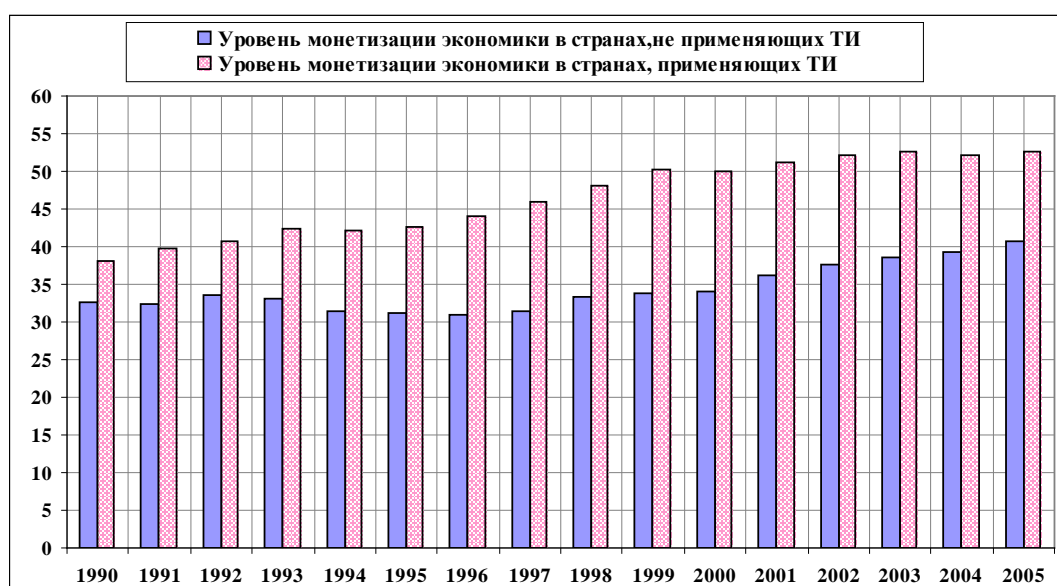


Рис. 61. Показатели уровня монетизации ($M3/ВВП$, %) в странах, применяющих политику ТИ (24 страны) и в странах, практикующих иной режим д.к.п. (128 стран)¹⁷³.

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 страны. Как мы можем видеть на рисунке 63 страны, применяющие ТИ, обладают более высоким подушевым доходом, чем страны, использующие в монетарной политике иной режим.

¹⁷³ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

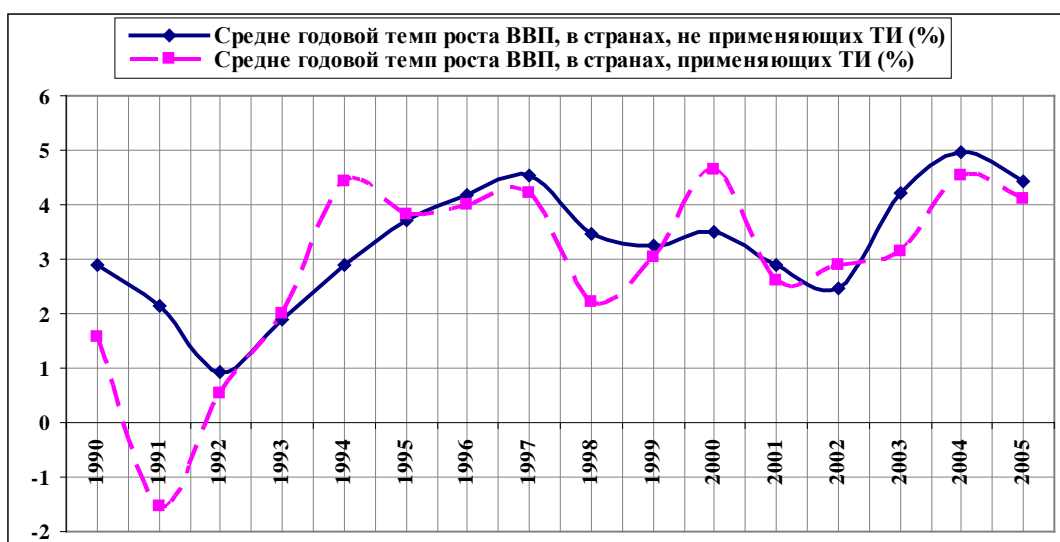


Рис. 62. Темпы роста ВВП в среднем по странам, применяющим режим ТИ (24 страны) и в странах, применяющих иной режим д.к.п. (158 стран), (ежегодно, в %, 1990-2005гг.)¹⁷⁴.

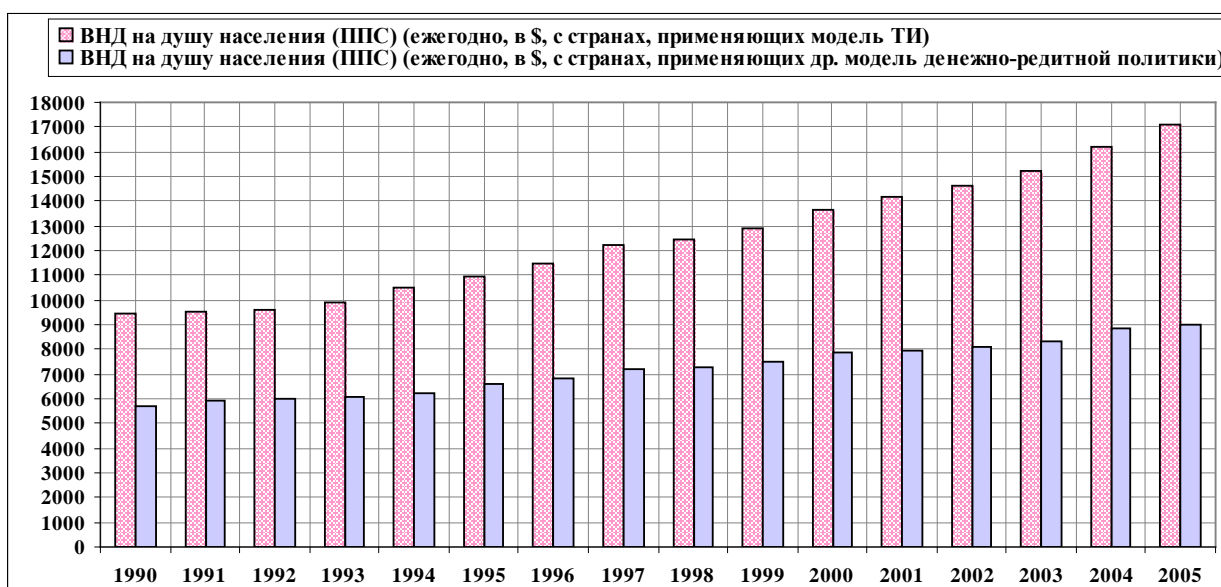


Рис. 63. ВНД на душу населения (ППС) в среднем по странам, применяющим режим ТИ (28 стран) и в странах, применяющих иной режим д.к.п. (149 страны), (ежегодно, в \$ США, 1990-2005гг.)¹⁷⁵.

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 (см. таблицу 14).

¹⁷⁴ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

¹⁷⁵ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Таблица 14. Группы стран по уровню ВНД на душу населения (ППС) среди стран, применяющих ТИ по состоянию на 2004г¹⁷⁶.

Развитые и богатые страны (ВНД на душу населения более 10.066 долл.)	Среднеразвитые (от 826 долл. до 10.065долл.)		Бедные – менее 825 долл.
	I эшелон - 3.256 – 10.065 долл.	II эшелон - 826 – 3,255 долл.	
Новая Зеландия	Мексика	----	----
Канада	Бразилия		
Чехия	Румыния		
Великобритания	Тайланд		
Норвегия	Филиппины		
Швейцария	Индонезия		
Швеция	Армения		
Польша	Колумбия		
Словакия	Перу		
Венгрия	Казахстан		
Чили			
Южная Корея			
Австралия			
ЮАР			
Еврозона			
Испания			
Исландия			
Словения			
Словакия			
Израиль			

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.

Вследствие этого, нам представляется необходимым рассмотрение вопроса применения ТИ в Армении, особенно учитывая тот факт, что с 2006 года ЦБ Армении официально объявил о переходе на режим ТИ.

¹⁷⁶ Источник: World Bank. 2005, www.wb.org

2.4. Анализ денежно-кредитной политики Республики Армения в переходный период

Эффективность проведения д.к.п., независимо от выбора режима, в большей степени зависит от стартовых возможностей данной экономики, от структуры экономических связей и от степени грамотности проводимой политики.

Каждый из возможных режимов осуществления д.к.п. обладает определенными преимуществами и недостатками по отношению к другим режимам. Вместе с тем, следует отметить, что выбор того или иного режима монетарной политики должен быть обусловлен как экзогенными, так и эндогенными факторами, характеризующими данную экономику.

С точки зрения достижения поставленной цели (стабильного и низкого уровня цен), соблюдения планируемых органами финансовой политики показателей номинального якоря монетарной политики, наиболее удачным вариантом осуществления д.к.п. является ТИ.

Странам, осуществляющим политику ТИ, присущи более низкий и стабильный уровень инфляции, более развитая финансовая система, более высокие темпы экономического роста, более высокое доверие к органам финансовой политики со стороны общественности и т.д.

Мировые тенденции развития д.к.п., а также многолетний опыт стран, как развитых, так и развивающихся, показывают, что наиболее приемлемой политикой в сложившихся экономических системах мира является режим ТИ.

С 1991 года Республика Армения осуществляет свою самостоятельную д.к.п.. Основной целью монетарной политики Армении является достижение стабильного и низкого уровня цен. В качестве режима денежно-кредитного регулирования был выбран монетарный режим. Такой выбор был обусловлен тем фактом, что недостаточный объем золотовалютных резервов Центрального банка не позволил Армении остановиться на таргетировании обменного курса. А режим таргетирования инфляции для экономики Армении того времени был неосуществим.

В предыдущей главе был рассмотрен опыт семи стран (Армении, Эстонии, Болгарии, Словении, России, Чехии и Казахстана) с точки зрения развитости их экономик, а также эффективности осуществления д.к.п. в зависимости от выбранной каждой конкретной страной режима монетарной политики.

Таблица 13 позволяет сделать некоторые обобщенные выводы о степени развития рассмотренных экономик в общем, и финансового сектора в частности. Наряду с

рассмотренными выше странами, в таблице приведены средние величины показателей по странам, сгруппированным в зависимости от уровня дохода на душу населения.

Таблица 15. Межстрановой анализ некоторых макроэкономических показателей в среднем за период с 1998г. по 2005г.¹⁷⁷.

Страна \ Показатель	Армения	Эстония	Болгария	Словения	Россия	Чехия	Казахстан	Страны с низким уровнем доходов	Страны со средним уровнем доходов	Страны с высоким уровнем доходов	Мир
Рост ВВП	8.9	5.3	3.9	3.6	4.4	1.9	6.7	5	3,4	2,1	2.6
ВВП на душу населения	2708.7	10907.5	6486.9	16994	7507.4	14446.9	5003.2	1883,3	5305,0	27216,7	7490
Уровень инфляции	2.9	4.4	7.0	7.4	30.8	3.9	8.2	3	5,8	2,6	6.5
Уровень монетизации	12.0	33.1	35.5	46.6	20.8	64.8	13.8	43	64,8	81,8	76.6
Капитализация рынка	1.0	29.4	5.9	16.1	28.9	19.3	8.1	25,7	36,6	108,3	95.0
Совокупные кредиты реальному сектору	7.8	26.2	16.3	36.9	16.2	45.7	13.9	24,5	58,0	166,9	144.7

Из рассмотренных стран наиболее высокими темпами экономического роста обладает Армения. И действительно, начиная с 1999 года наблюдается стабильный экономический рост, отличающийся довольно высокими темпами (см. рис. 64).

Вместе с тем Армения отстает от рассмотренных стран и группы других стран по всем остальным показателям. Хотя необходимо отметить, что по уровню инфляции в среднем за рассматриваемый промежуток времени, Армения сохраняла достаточно низкие показатели.

Показатели развитости финансового рынка свидетельствуют если не об отсутствии, то о достаточно низком уровне развития институтов посредничества в Армении. Так, уровень монетизации в среднем за период с 1998 – 2003гг. В Армении составил примерно 12%, тогда как в Чехии, например, он составил 64.8%, в среднем по странам с низким подушевым доходом, уровень монетизации равняется 43%. Та же картина наблюдается по показателям капитализации рынка и уровню совокупных кредитов реальному сектору по отношению к ВВП страны. По показателям уровня капитализации и монетизации экономики Армения уступает не только странам, имеющим такой же уровень доходов, но и даже странам с низким уровнем доходов, причем уровень инфляции значительно выше.

¹⁷⁷ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

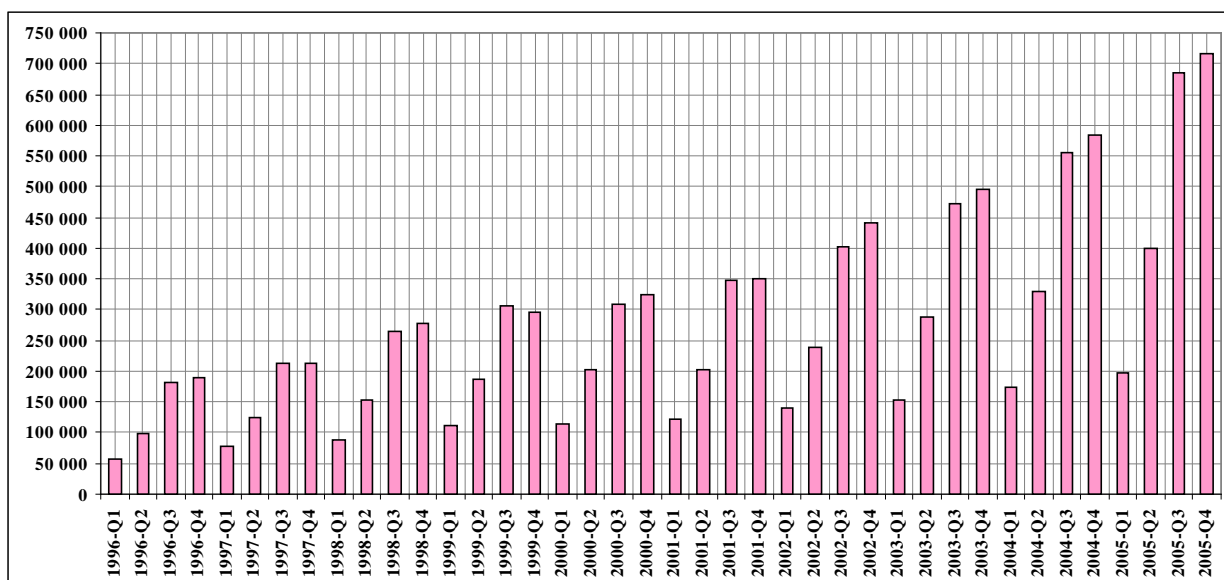


Рис. 64. Реальный ВВП в Армении, поквартально, млн. драм (1996 – 2005гг.)¹⁷⁸.

В разных странах, где существуют разные уровни развитости финансового посредничества, по-разному проявляется взаимосвязь монетизации и инфляции. Очевидно, что увеличение узких денежных агрегатов, мультипликативным эффектом увеличивает широкие денежные агрегаты и, если при этом товарный рынок не расширяется для поглощения «узких» денег и финансовый рынок неразвит, а следовательно, не может абсорбировать дополнительную (избыточную) монетизацию, то это непосредственно приводит к росту уровня цен в экономике и недофинансированию реального сектора из внешних источников. Однако, если финансовый рынок достаточно развит, то значительный объем финансовых средств будет идти не напрямую на рынок товаров и услуг, создавая инфляционное давление, но через финансовое посредничество может сберегаться и инвестироваться в реальный сектор.

Отсутствие эффективных инвестиционных инструментов в экономике Армении заставляет основную часть финансовых поступлений направляться напрямую на рынок потребления, что создает значительное инфляционное давление на товарном рынке. Соответственно можно отметить, что определенное изменение в денежной массе непосредственно влияет на уровень цен в экономике.

Таким образом, Армения, отличается неразвитой финансовой инфраструктурой, низким уровнем капитализации, а также низкими показателями развития институтов финансового посредничества в экономике, а посему она подвержена большой опасности повышения уровня инфляции при соответствующем увеличении уровня монетизации. Такое положение дел, несомненно, является серьезным препятствием для дальнейшего

¹⁷⁸ Источник: Национальная Статистическая Служба РА, 2006

экономического развития и обеспечения достаточных темпов экономического роста для данных экономик вообще и для экономики Армении в частности.

В свете последних лет в экономике Армении, наблюдаются сильные колебания и резкое укрепление курса национальной валюты, нестабильность инфляционных ожиданий и др., что в свою очередь говорит о необходимости развития механизмов и инструментов финансового рынка, что позволит наиболее эффективно распределять финансовые ресурсы, а также обеспечивать неинфляционное увеличение уровня монетизации в экономике.

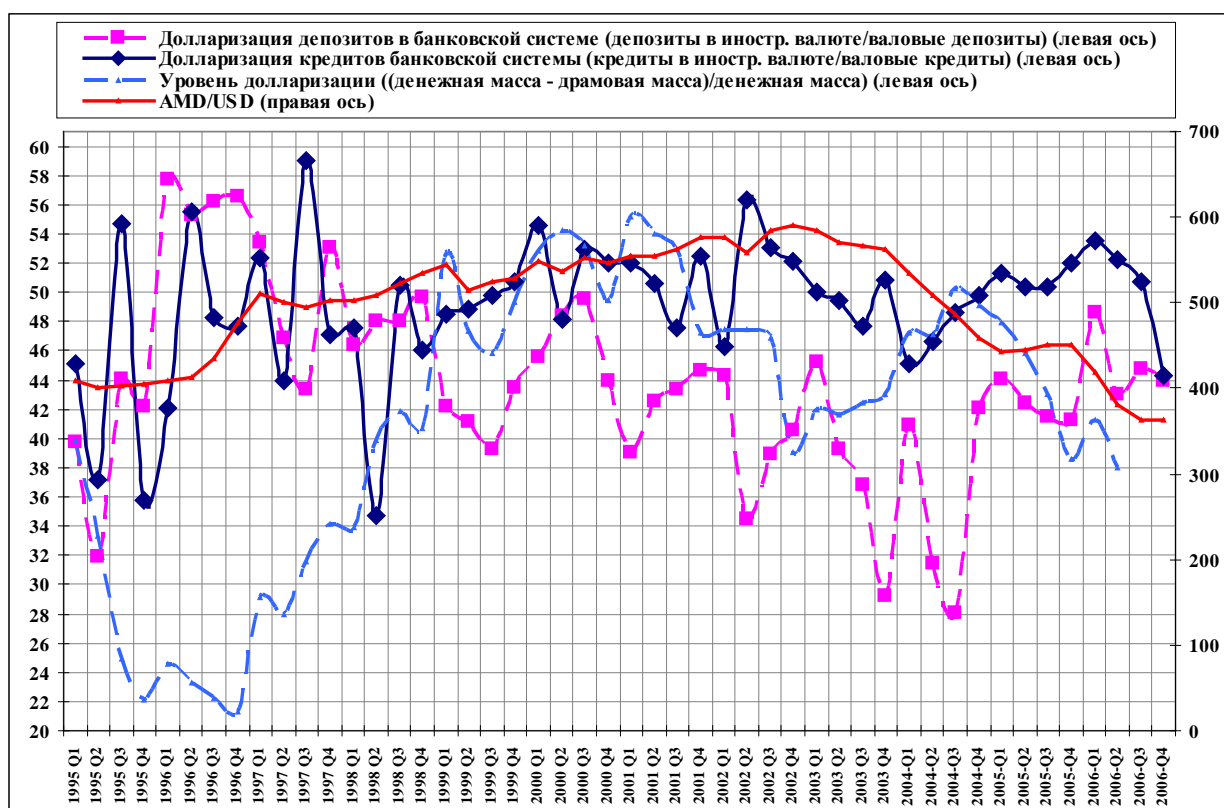


Рис. 65. Поквартальные колебания обменного курса, уровень долларизации экономики, долларизация кредитов и депозитов в банковской системе за период с 1995 по 2006гг.¹⁷⁹

Рисунок 65 отражает поквартальные колебания обменного курса национальной валюты Армении по отношению к доллару США и динамику уровня долларизации экономики в целом и банковской системы в частности. Как мы можем видеть, с 1995 года уровень долларизации, так же, как и уровень долларизации банковских депозитов в Армении неизменно рос и, в настоящее время, все еще находится высоком уровне.

Обратим внимание, что за последний год уровень долларизации банковских кредитов реальному сектору снизился вместе со снижением обменного курса драма. Но

¹⁷⁹ Источник: Национальная Статистическая Служба РА, 2007

наряду с этим, уровень депозитов в иностранной валюте все еще имеет тенденцию к росту, что говорит о том, что укрепление национальной валюты не сильно изменило отношение населения к тому, в какой валюте сберегать. К концу 2006 года уровень долларизации депозитов банковской системы составил 44,3%.

За последние несколько лет наблюдается резкое укрепление национальной валюты, по отношению к другим иностранным денежным единицам и данное обстоятельство со стороны официальных властей объясняется, в основном, притоком в экономику РА больших объемов финансовых средств. При этом приводится то обстоятельство, что если ЦБ РА прибегнет к соответствующим мерам для недопущения резкого укрепления драма, например, к валютным интервенциям – это приведет к увеличению драмовой массы и, следовательно, к ускорению темпов инфляции. В этом контексте, действительно, у ЦБ нет эффективных инструментов проведения денежно-кредитной и валютной политики, поскольку нет соответствующих финансовых инструментов на денежном рынке.

Наряду с повышением обменного курса, параллельно происходило повышение уровня долларизации как в банковском секторе, так и в экономике в целом. Однако с 1999 года мы наблюдаем, некоторое замедление темпов повышения обменного курса, которое, как ни странно, сопровождается более высокими темпами повышения уровня долларизации. Это позволяет сделать нам вывод о том, что, несмотря на некоторое снижение обменного курса, у населения все же не повысилось доверие к национальной валюте, что, в свою очередь, заставило его держать большую часть наличность в долларовом выражении. Такая тенденция имела место вплоть до 2002 года. Затем, с повышением обменного курса, уровень долларизации имеет тенденцию к повышению. Начиная с 2004 года, начинается резкое падение обменного курса, которое сопровождается некоторым снижением уровня долларизации.

Уровень долларизации в 2006 году составляет 40%, что совпадает с показателем 1995 года, хотя надо отметить, что за этот период были зафиксированы более высокие показатели (максимального значения уровень долларизации достиг в начале 2000 года и составил 50%). Что касается уровня долларизации банковских депозитов, то максимальное значение было равно 80%, в начале 2006 года он составил 62%.

Такой высокий уровень долларизации экономики Армении во многом обусловлен резкими колебаниями обменного курса. За последние 3 года наблюдается сильное падение курса доллара США. Так в начале 2006 года обменный курс национальной валюты почти приблизился к курсу 1996 года и составил 450,9 драм за доллар, а в начале 2007 года курс колеблется от 360 до 350 драм за доллар и, по всей видимости, будет иметь тенденцию к дальнейшему снижению. Наряду со снижением обменного курса, в последние два года

наблюдается некоторое снижение уровня долларизации. Так, если в 2004 году уровень долларизации экономики составил 50%, то уже в 2005 год этот показатель составлял только 38 %. Однако, несмотря на снижение курса доллара по отношению к национальной валюте, уровень долларизации все еще продолжает оставаться высоким, что говорит о том, что население все еще продолжает не доверять национальной валюте и предпочитает хранить сбережения в долларах.

На рисунке 66 отражена ежемесячная структура денежного предложения в Армении за последние 10 лет. Если в 1995-1996 годах денежное предложение практически равнялось драмовой массе, то чем дальше, тем более наблюдается тенденция снижения денежной массы в драмовом выражении, что в очередной раз доказывает наличие большой доли иностранной валюты в структуре денежной массы экономики Армении.

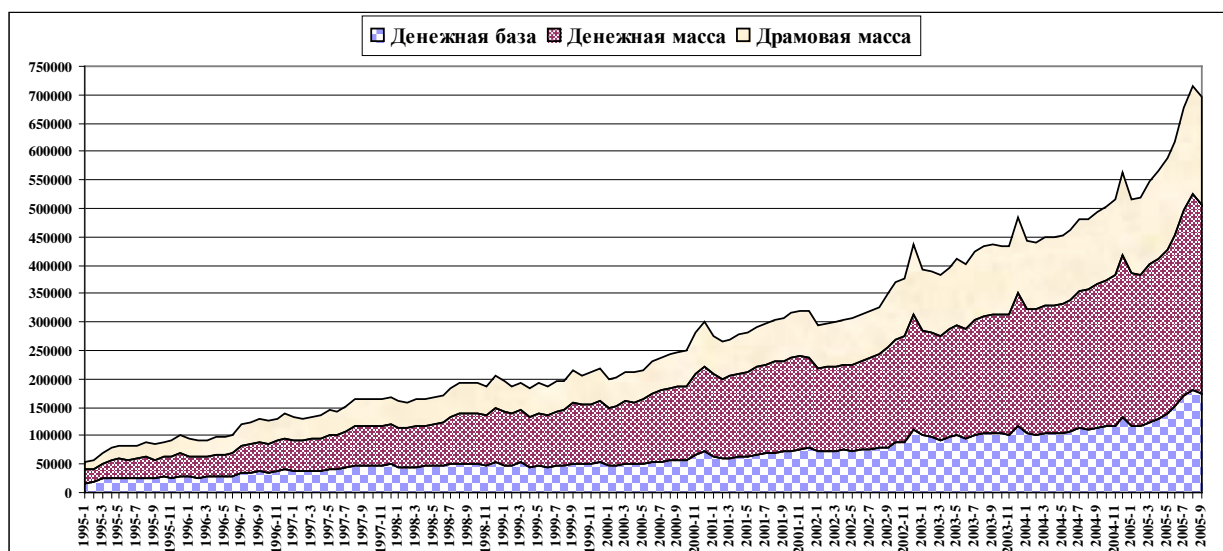


Рис. 66. Структура денежного предложения РА (денежная база, денежная масса, драмовая масса). Ежемесячное изменение (1995-2005гг.¹⁸⁰).

Вместе с беспрецедентными темпами укрепления национальной валюты за последние 2-3 года, в экономике Армении наблюдается значительное повышение уровня цен. Интересно, что если на протяжении периода с 1996 по 2007 год любые колебания обменного курса сопровождались такими же колебаниями со стороны индекса потребительских цен, то есть если курс национальной валюты по отношению к доллару повышался, то этому следовало также и соответствующее повышение уровня цен.

Однако, начиная с конца 2004 года наблюдается совершенно обратная картина. Так если курс драма по отношению к доллару на рубеже 2004-2005 годов снизился, то одновременно с этим последовало резкое и достаточно значительное повышение уровня

¹⁸⁰ Источник: Национальная Статистическая Служба РА, 2006

ИПЦ, в период же с начала первого квартала 2005 года по конец четвертого квартала того же года мы наблюдаем рост обменного курса с сопутствующей дефляцией. Впервые такая картина наблюдалась только в период с 1997-1998гг., когда экономика Армении находилась на ранней стадии развития.

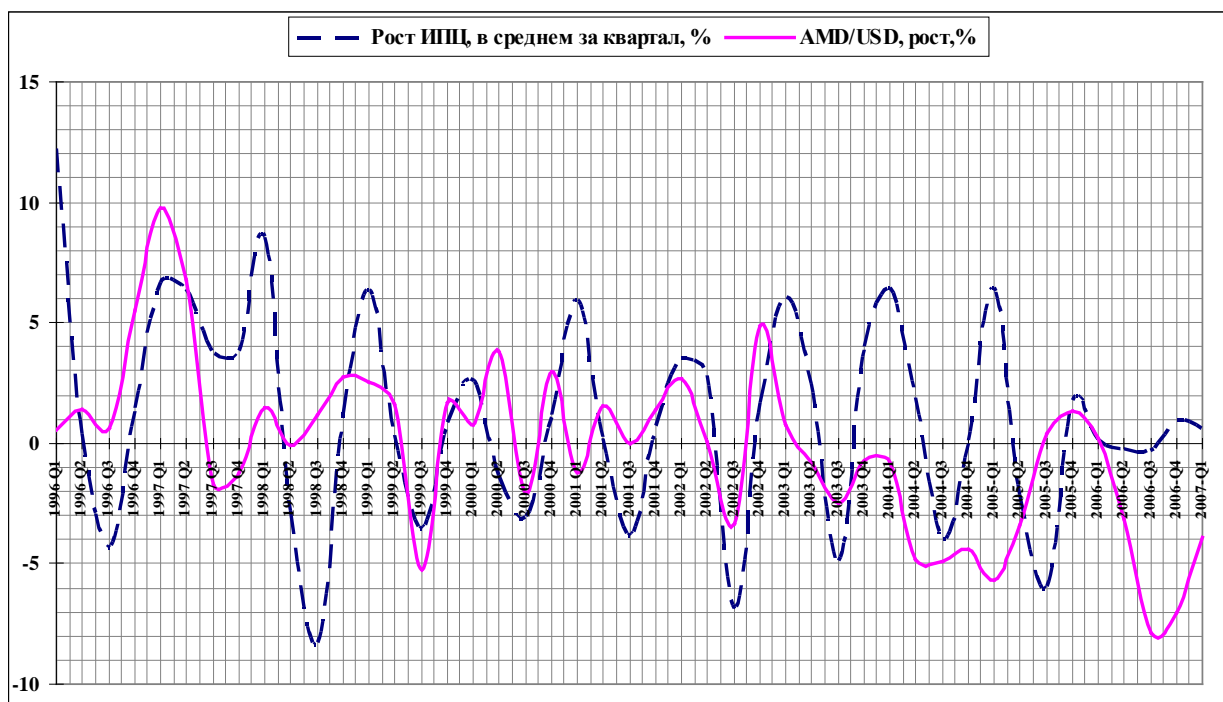


Рис. 67. Динамика поквартального изменения обменного курса и уровня ИПЦ в экономике Армении за период с 1996 по 2007гг.¹⁸¹.

Рост цен на 1%, зафиксированных на потребительском рынке в ноябре 2006 года по сравнению с октябрём, на валютном рынке сопровождался снижением расчетного курса армянского драма к доллару США на 1,4%. В ноябре 2006 года по сравнению с декабрем 2005 года, потребительские цены в Армении возросли на 3,5%, а расчетный курс армянского драма к доллару США в отмеченном периоде снизился на 16,3%. В том же периоде 2005 года зарегистрировано снижение потребительских цен и расчетного курса соответственно на 2,4% и 5,8%. В ноябре 2006 года средний расчетный курс национальной валюты составил 376,16 драма, что ниже соответствующего показателя ноября 2005 года на 17,9% (548,27 драмов).

Согласно данным статистической службы уровень инфляции в Армении в 2005 году составил 0,6%. В структуре потребления РА выделяют группу товаров, состоящую из 25 наименований, которые имеют наибольший удельный вес. Попытаемся

¹⁸¹ Источник: Национальная Статистическая Служба РА, 2007

проанализировать динамику изменения цен в среднем по 25 товарам в драмовом и долларом выражении.

Колебания общего уровня цен, уровня цен в среднем по 25 товарам, имеющим наибольший удельный вес в структуре потребления в драмовом и долларом выражении имеют достаточно разную динамику. Так, если общий уровень цен за период 1997г. по 2005г. не превышал уровня 4,7% (2003г.), то среднее изменение цен по отмеченной выше группе товаров в долларом выражении намного превышает среднее изменение цен в драмах. Этот факт говорит о наличии в Армении высокого уровня долларовой инфляции. Такая динамика имела место в большей степени в последние 4 года, а именно, если в 2003 году показатели среднего изменения цен в драмах и долларах почти совпадают, то уже в 2005 году среднее изменение цен по отмеченной выше группе товаров составляет в драмовом выражении 3,7% роста, а в долларом выражении 20,6%.

Таблица 16. Уровень цен в Армении (ежегодно, в %) ¹⁸².

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Среднее изменение цен по 25 товарам (в драмах)	9.3	60.2	-1.4	-2.2	8.2	-5.5	6.0	12.9	3.7
Среднее изменение цен по 25 товарам (в \$ США)	-7.6	55.3	-6.1	-3.3	5.0	-8.3	5.9	23.5	20.6
Изменение ИПЦ, (ежегодно, в%)	14	8.7	0.6	-0.8	3.1	1.1	4.7	0.7	0.6
Обменный курс	494,5	510	535,3	541,6	558	574,6	575,4	525,9	452

Итак, долларова инфляция в РА на порядок выше уровня инфляции в драмовом выражении, по крайней мере, на примере изменения уровня цен по 25 наименованиям, рассмотренным нами. Наряду с этим, обменный курс национальной валюты Армении имеет тенденцию к постоянному снижению, что, на первый взгляд, должно говорить об укреплении национальной валюты. Однако фактический уровень инфляции в долларах достаточно высок, а если учесть высокий уровень долларизации экономики Армении, «укрепление» национальной валюты не сулит ничего хорошего.

Как известно ЦБ страны в осуществлении д.к.п. является своего рода проводником, задающим траекторию или алгоритм деятельности для экономических субъектов с помощью прогнозов основных макроэкономических показателей, таких как инфляция, рост реального дохода и др. Таким образом, чем более точным будет ЦБ в своих прогнозах, тем более реальный сектор в своих решениях будет опираться на эти прогнозы и тем больше будет доверия с его стороны к органам финансовой политики.

Начиная с 1991 года ЦБ РА осуществляет политику таргетирования денежных агрегатов. Наряду с денежными агрегатами монетарные власти задавали в качестве

¹⁸² Источник: Национальная Статистическая Служба РА, 2006

прогноза также основные макроэкономические показатели, такие как реальный рост ВВП страны, показатели инфляции и т.д. Рассмотрим некоторые из них.

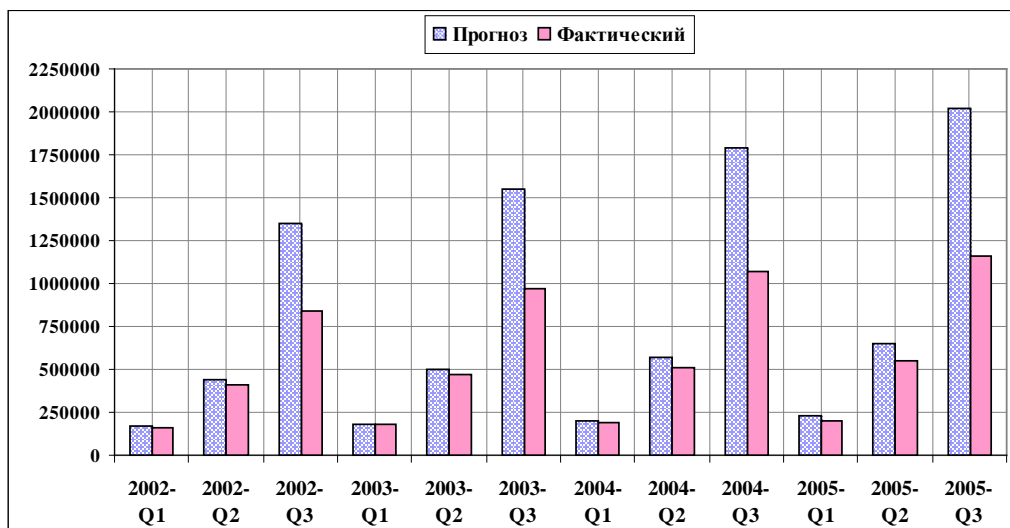


Рис.68. Поквартальный прогноз и фактическое значение реального ВВП Армении (ежегодный рост, в %) ¹⁸³.

Как мы можем наблюдать на рисунке 68, поквартальные изменения реального ВВП только в 5-ти случаях из 12-ти ЦБ ошибался в своих прогнозах меньше, чем на 10%, в остальных случаях в рассматриваемый период ошибки превышали 10%, а в некоторых случаях прогнозируемое значение превышало фактическое более чем на 50% (2002-Q3 - 60,7%; 2003-Q3 - 59,8%; 2004-Q3 - 67,0%; 2005-Q3 - 75,0%)

Рассматривая прогнозы ЦБ за тот же период относительно дефлятора ВВП, мы наблюдаем ту же картину, хотя ошибки составляют меньший процент.

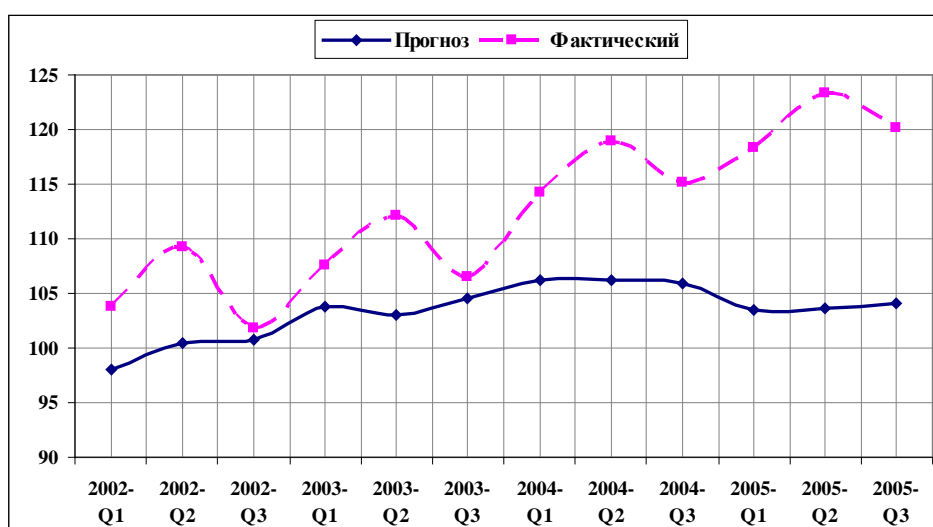
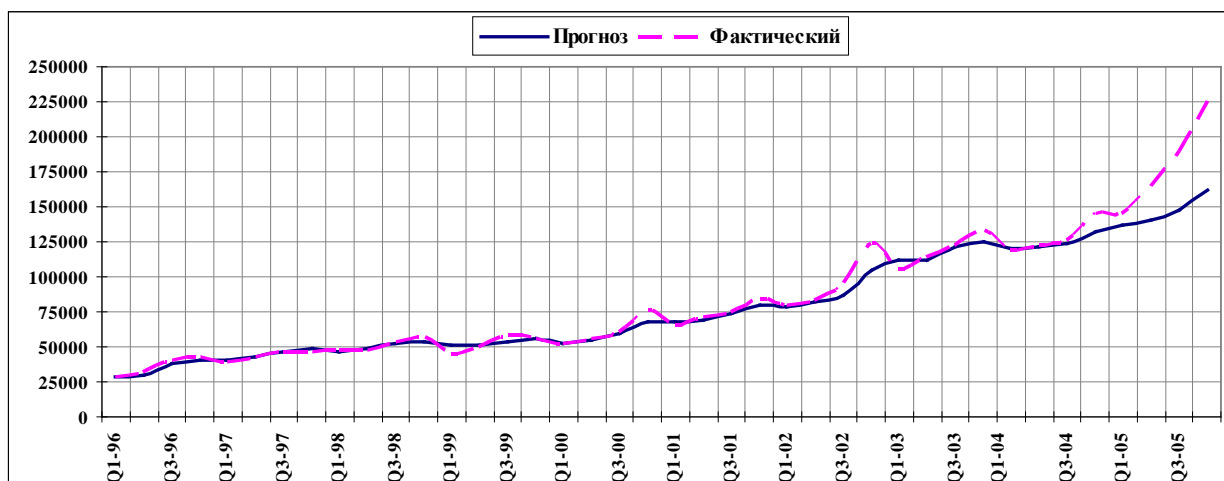


Рис. 69. Поквартальный прогноз и фактическое значение дефлятора ВВП Армении (в %) ¹⁸⁴.

¹⁸³ Источник: ЦБ РА, 2006

¹⁸⁴ Источник: ЦБ РА, 2006

Так, только в двух случаях из 12-ти рассмотренных прогнозы ЦБ отклонялись от фактического значения меньше чем на 2% (2002-Q3 - 1,1%; 2003-Q3 - 1,7%), в 6-ти случаях – больше 2% и меньше чем на 10% (2002-Q1 - 5,6%; 2002-Q2 - 8,1%; 2003-Q1 - 3,6; 2003-Q2 - 8,2%; 2004-Q1 - 7,1%; 2004-Q3 - 8,0%), и, наконец в 4-х случаях – больше, чем на 10%(2004-Q2 - 10,8%; 2005-Q1 - 12,5%; 2005-Q2 - 16,0%; 2005-Q3 - 13,4%).



Процентное отклонение от прогнозируемого значения							
Q1-96	Q2-96	Q3-96	Q4-96	Q1-97	Q2-97	Q3-97	Q4-97
0,5	-7,9	-8,5	-6,7	2,4	-0,8	0,5	3,9
Q1-98	Q2-98	Q3-98	Q4-98	Q1-99	Q2-99	Q3-99	Q4-99
-2,7	3,0	-0,7	-6,4	12,4	2,8	-7,8	0,2
Q1-00	Q2-00	Q3-00	Q4-00	Q1-01	Q2-01	Q3-01	Q4-01
-1,6	-2,5	-2,2	-11,2	5,0	-3,9	-2,0	-6,3
Q1-02	Q2-02	Q3-02	Q4-02	Q1-03	Q2-03	Q3-03	Q4-03
-1,6	-1,7	-9,1	-15,1	5,2	-1,9	-0,3	-6,5
Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04	Q1-05	Q2-05	Q3-05	Q4-05
0,7	-1,2	-1,8	-9,1	-6,0	-14,4	-22,1	-27,9

Рис. 70. Поквартальный прогноз и фактическое значение денежного агрегата М2 в Армении (в %)¹⁸⁵.

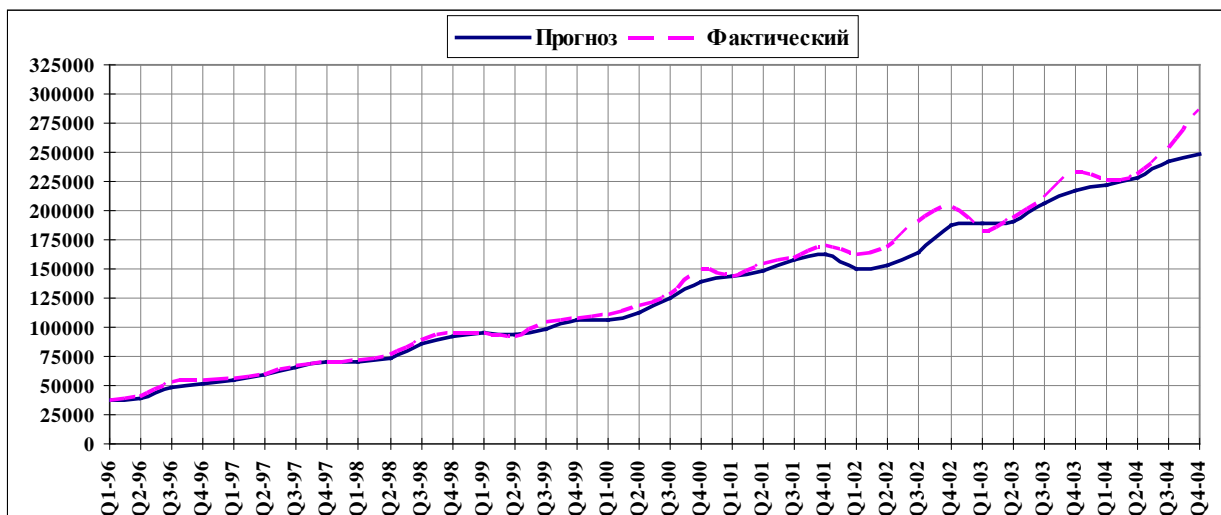
Как уже было отмечено выше, вплоть до конца 2005 года д.к.п. Армении придерживалась таргетирования денежных агрегатов. В этой связи наиболее важным в оценке проводимой монетарной политики являлось достижение целевых показателей М2 и М2Х.

Рисунок 70 отражает динамику поквартального прогнозируемого и фактического значения денежного агрегата М2. Вплоть до 2005 года органам финансовой политики, хоть и с некоторыми погрешностями, удавалось достигать прогнозируемого значения. В целом погрешность достижения поставленных целевых ориентиров в большинстве своем, за некоторыми исключениями (2000-Q4 - 11,2%; 2002-Q4 – 15,1%) не превышала 10%.

¹⁸⁵ Источник: ЦБ РА, 2006

Из 36 рассмотренных периодов (кварталов), за исключением 2005 года, в 13-ти случаях погрешность прогнозов составляла меньше 2%; в 20-ти случаях – от 2 до 10%; и наконец в 3-х случаях – больше 10%.

Начиная с 2005 года эффективность монетарной политики в достижении целевых показателей значительно ухудшилась и погрешность попадания в цель за последние три квартала составляла довольно большие значения (2005-Q2 - 14,4%; 2005-Q3 - 22,1%; 2005-Q4 - 27,9%).



Процентное отклонение от прогнозируемого значения											
Q1-96	Q2-96	Q3-96	Q4-96	Q1-97	Q2-97	Q3-97	Q4-97	Q1-98	Q2-98	Q3-98	Q4-98
-0,4	-5,9	-8,0	-4,4	-2,7	-0,1	-2,4	0,5	-0,3	-3,4	-4,1	-4,3
Q1-99	Q2-99	Q3-99	Q4-99	Q1-00	Q2-00	Q3-00	Q4-00	Q1-01	Q2-01	Q3-01	Q4-01
0,4	1,2	-6,4	-1,8	-4,2	-5,5	-2,8	-7,8	-0,2	-4,3	-0,4	-4,7
Q1-02	Q2-02	Q3-02	Q4-02	Q1-03	Q2-03	Q3-03	Q4-03	Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04
-7,6	-9,4	-13,4	-7,7	3,5	-1,5	-2,1	-7,1	-1,5	-2,0	-4,2	-13,1

Рис. 71. Поквартальный прогноз и фактическое значение денежного агрегата M2X в Армении (в %) ¹⁸⁶.

Что касается денежного агрегата M2X, то здесь наблюдается примерно такая же картина. Из 32 рассмотренных периодов (кварталов), в 10 случаях погрешность прогнозов составляла меньше 2%; в 22 случаях – от 2 до 10%; и наконец в 2 случаях – больше 10% (2003-Q2 - 13,4%; 2004-Q4 - 13,1%;). Таким образом, рассматривая поквартально прогнозы органов финансовой политики относительно денежных агрегатов (в данном случае целевых ориентиров), говорить об успешности проведения д.к.п. не приходится.

Если рассматривать прогнозируемые ЦБ РА показатели в ежегодном разрезе, то мы получим еще более удручающую картину. Так, если прогнозы относительно дефлятора ВВП в большинстве совпадают с его фактическими значениями, то прогнозы денежных

¹⁸⁶ Источник: ЦБ РА, 2006

агрегатов М2 и М2Х практически на протяжении всего рассматриваемого периода (2000-2005гг.) имеют погрешность больше 10% (наибольшее значение наблюдается в 2005 году (см. таблицу 15).

Таблица 17. Прогнозы ЦБ РА по некоторым монетарным показателям и их фактическое значение (2000-2005)гг.¹⁸⁷.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Прогноз дефлятора ВВП	98,6	105,8	100,7	104,6	106,0	104,0
Дефлятор ВВП	98,6	104,1	100,7	104,6	106,3	103,2
Процентное отклонение от прогнозируемого значения дефлятора ВВП	0,0	1,6	0,0	0,0	-0,3	0,8
Прогноз М2	58 444	72 582	88 143	117 458	124 622	146 894
М2	76 722	85 033	123 897	133 230	145 718	224 797
Процентное отклонение от прогнозируемого значения М2	-23,8	-14,6	-28,9	-11,8	-14,5	-34,7
Прогноз М2Х	120 564	153 073	163 517	201 005	235 350	---
М2Х	150 598	171 047	202 588	233 197	285 944	365 554
Процентное отклонение от прогнозируемого значения М2Х	-19,9	-10,5	-19,3	-13,8	-17,7	---

Согласно основным направлениям денежно – кредитной политики 2005 года ЦБ РА денежно – кредитная политика в Армении должна была быть направлена на обеспечение стабильности цен, продолжая при этом действовать в условиях стратегии регулирования денежной массы. Ожидаемый в течение года спрос на деньги оценивался, исходя из задачи создания благоприятной денежно–кредитной среды, для обеспечения прогнозируемого 8% экономического роста.

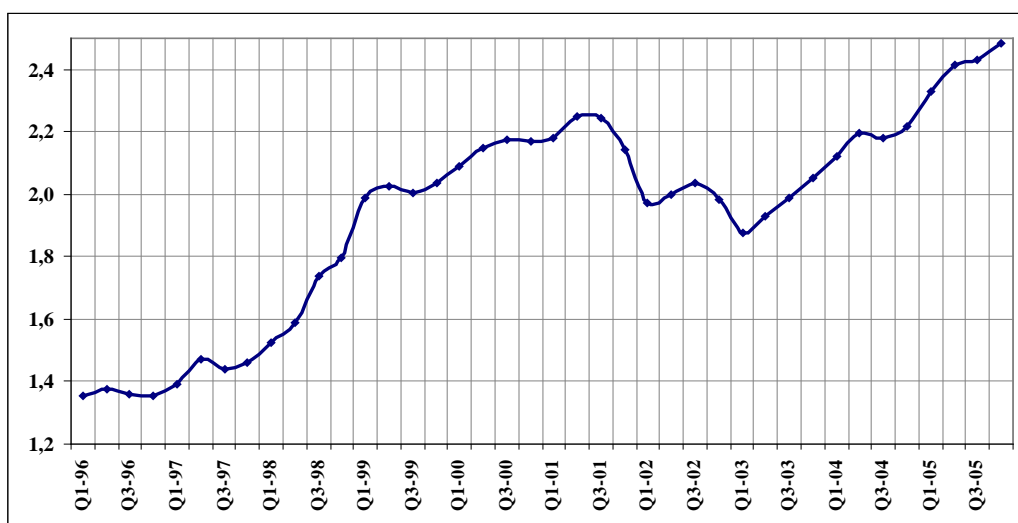


Рис. 72. Темпы изменений денежного мультипликатора в Армении (поквартильно, в среднем за период)¹⁸⁸.

¹⁸⁷ Источник: ЦБ РА, 2006.

¹⁸⁸ Источник: ЦБ РА, 2006

Наконец темпы изменения денежного мультипликатора за период с 1996 года по 2005 отражают нестабильную динамику изменений в денежном предложении (см. рисунок 72).

В 2005 году проводимая ЦБ д.к.п. была направлена на обеспечение прогнозируемого уровня инфляции в 3%, что соответствовало среднесрочным программным положениям. По сравнению с 2003 годом в 2004 году была зарегистрирована низкая 2%-ая инфляция, а при формировании денежно-кредитной политики на 2005 год вероятность высоких инфляционных ожиданий не рассматривалась, поскольку высокий уровень инфляции в течение одного года не может служить значительным поводом для высоких инфляционных ожиданий.

Планировалось к концу 2005 года обеспечить рост денежной массы в 15,5%, а среднегодовой рост 17,9%, и денежная база должна была вырасти соответственно на 8,9% и 13,65. ЦБ прогнозировал рост депозитов в иностранной валюте на 21,7% , вследствие чего рост денежной массы к концу периода должен был составить 18,5%, а среднегодовой 26%.

По результатам 2005 года сформировавшаяся денежно-кредитная и макроэкономическая среда характеризовалась резким ростом спроса на драм, вследствие его удорожания, и прогнозируемым риском. В создавшейся ситуации, учитывая значительные отклонения денежно-кредитных показателей от прогнозируемых и то, что они не привели к значительному инфляционному давлению (полугодовая инфляция 1,5% вместо прогнозируемой 4%-ой), ЦБ пересмотрел прогнозируемый уровень показателей, с целью осуществления более всеобъемлющей денежно-кредитной политики.

С начала 2006 года, основной целью Центрального банка Армении стало обеспечение показателя инфляции в размере максимум 3%, как целевого ориентира политики ТИ. Однако инфляция январь – декабрь 2006 года к январю-декабрю 2005 года, согласно статистической службе Армении, 2,9%, что на 0,1% расходится от установленного номинального якоря. А инфляцию декабрь 2006 года к декабрю 2005 года -5,2%. В качестве промежуточной цели была также объявлена процентная ставка (4 %).

Центробанком страны был спрогнозирован спрос на деньги в 2006 году в условиях реального экономического роста в 10%, тогда как фактическое значение реального ВВП составило 13,5%. Согласно прогнозам органов финансовой политики Армении уровень монетизации экономики в 2006 году должен был увеличиться на 8%, а в национальной валюте – на 15,1%. По прогнозам, в конце 2006 года, по сравнению с концом 2005 года, денежная масса должна была возрасти на 21,9% (по состоянию на 16 декабря 2005 года

она составила 341 млрд. 52 млн. драмов или \$761 млн. 276 тыс.), а денежная база - на 17,3% и составить 187 млрд. 372 млн. драмов. Дефлятор ВВП должен был составить 4%, но в 2006 году этот показатель составил 4,8%.

Высокая фактическая инфляция, резкие колебания и неизменное снижение курса национальной валюты, высокий уровень долларизации экономики, неразвитость финансового рынка говорит о неудачах проводимой ЦБ-ом Армении д.к.п.. Проводимая политика таргетирования денежных агрегатов не могла считаться успешной, судя по результатам достижения поставленных целей. Наряду с этим, поскольку проведенный регрессионный анализ показал, что «связь между объектом таргетирования – денежной базой и целевым показателем более слабая, чем с широкими агрегатами денежной массы (в частности между M2, M2X и инфляцией и ВВП)»¹⁸⁹, решение ЦБ об отказе от политики монетарного таргетирования представляется весьма целесообразным.

Однако, переход на режим ТИ, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), которые позволили бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты и контролировать уровень цен на заданном уровне, можно считать лишь формальным.

¹⁸⁹ Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г., «Выбор оптимальной модели д.к.п. в странах с переходной экономикой», Армения, // «Экономика и финансы», 2005г., № 4-5(52-53), - Ереван 2005, сс.98-105 (на арм.).

Глава III.

Перспективы применения режима таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике Армении

3.1. Трансмиссионный механизм монетарной политики ЦБ Республики Армения и пути его усовершенствования

В предыдущей главе мы рассмотрели необходимость и важность изучения трансмиссионного механизма экономики, поскольку именно посредством его каналов органы финансовой политики имеют возможность воздействовать на экономику должным образом.

Итак, «трансмиссия д.к.п. определяется как механизм, посредством которого применения инструментов центрального банка влияет на экономику в целом и инфляцию в частности»¹⁹⁰.

Чтобы определить возможности ЦБ Армении воздействовать на экономику, целесообразно изучить ее трансмиссионные каналы.

В зависимости от того, какой является финансовая система страны, различают и трансмиссионные каналы, по которым проходят денежно-кредитные импульсы, направленные на реальный сектор (см. таблицу 16). Выделяют два типа финансовых систем. Банковская финансовая система (bank-based system) – система, которая подразумевает перераспределение финансовых ресурсов посредством банковского сектора. Рыночная финансовая система (market-based system) – перераспределение финансовых ресурсов осуществляется через финансовый рынок.

И та и другая система обладают определенными положительными и отрицательными факторами. Так, рыночная система отличается более эффективным перераспределением финансовых ресурсов, а банковская, в свою очередь, – высокой стабильностью. Тем не менее, тенденции развития мировых экономических систем свидетельствуют о все большей приверженности стран к рыночной финансовой системе.

Яркими примерами стран, ориентированных на рыночную финансовую систему являются США, Великобритания и Канада. Примерами банковской финансовой системы можно назвать такие страны, как Германия, Япония и Австрия. Однако, обобщая, можно

¹⁹⁰ С.Р.Моисеев. «Денежно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. Москва. Экономист.2005. ст.-170

сказать, что в целом развитым странам более присуща рыночная финансовая система, а развивающимся – банковская.

Таблица 18. Наличие канала трансмиссии в зависимости от типа финансовой системы.

Типы финансовых систем Каналы трансмиссии	Рыночная финансовая система	Банковская финансовая система
Валютный канал	+	+
Канал ожиданий	+	
Финансовый канал	+	
Канал совокупного спроса	+	
Монетаристский канал	+	+
Канал благосостояния		+
Канал процентной ставки	+	
Канал замещения		+
Канал дохода и потока наличных поступлений	+	+
Широкий кредитный канал (балансовый канал или канал финансового акселератора)		+
Узкий канал кредитования (канал издержек привлечения капитала)		+

По состоянию на 2005 год капитализация фондового рынка Армении составила 0,87% от ВВП страны что, во-первых, несмотря на некоторое увеличение, говорит о низкой развитости финансового рынка, а во-вторых, о том, что экономику РА можно причислить к банковской финансовой системе.

Отметим, что «если страна не имеет развитой банковской системы или финансового рынка, то у центрального банка отсутствуют каналы реализации инфляционного таргетирования»¹⁹¹.

Однако, и развитость, и стабильность банковского сектора, все еще не обеспечивают эффективную работу трансмиссионных каналов, поскольку наряду с отмеченными факторами необходима также высокая связь между банковским и реальным секторами экономики.

В связи с тем, что д.к.п. Армении, начиная с 2006 года придерживается режима ТИ, нам представляется целесообразным рассмотреть действенность тех каналов трансмиссии, которые являются предпосылкой для эффективного осуществления политики ТИ.

Наиболее важным и, в общем то основным каналом трансмиссии при ТИ считается **канал процентной ставки**. Суть идеи работы процентного канала довольно проста. Увеличение ЦБ-м номинальной процентной ставки приводит к соответствующему увеличению реальной процентной ставки, которое сказывается на стоимости финансовых

¹⁹¹ С.Р.Моисеев. «Денжно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. Москва . Экономисть.2005. ст.-250

ресурсов (в данном случае удорожании), что, в свою очередь, отражается на потреблении и инвестициях со стороны реального сектора. Таким образом, снижение совокупных расходов ослабляет давление излишка денег на рынке, а значит, снижает общий уровень цен.

В связи с тем, что, как было показано выше, Армении скорее можно отнести к банковской финансовой системе, нежели к рыночной, очевидно, что воздействие процентной ставки на реальный сектор должно происходить через банковскую систему. Для этого реальный сектор экономики должен быть тесно связан с банковским, то есть должен быть значительно зависим от кредитования со стороны банковских учреждений. Однако, как показывает ситуация, сложившаяся в Армении, доля совокупных кредитов реальному сектору в целом имеет тенденцию к снижению.

Если в 1995 году доля совокупных кредитов реальному сектору в Армении составляла 9 %, то в 2005 году она уже составляла 8,6%, то есть не только не увеличилась, но и даже несколько сократилась. Доля совокупных кредитов, обеспеченных банковским сектором по сравнению с 1995 годом осталась практически на том же уровне (7,3% - в 1995г. против 7,2% в 2005г.). Наибольший пик участия совокупных кредитов реальному сектору в формировании ВВП и кредитов, обеспеченных банковским сектором, приходится на 2000 год, когда доля совокупных кредитов составила 11,5%, а доля кредитов банковского сектора – 9,9% от ВВП. Добавим к этому, что в 1992 году доля совокупных кредитов составила 40,4%, а доля кредитов банковского сектора – 58,7% от ВВП.

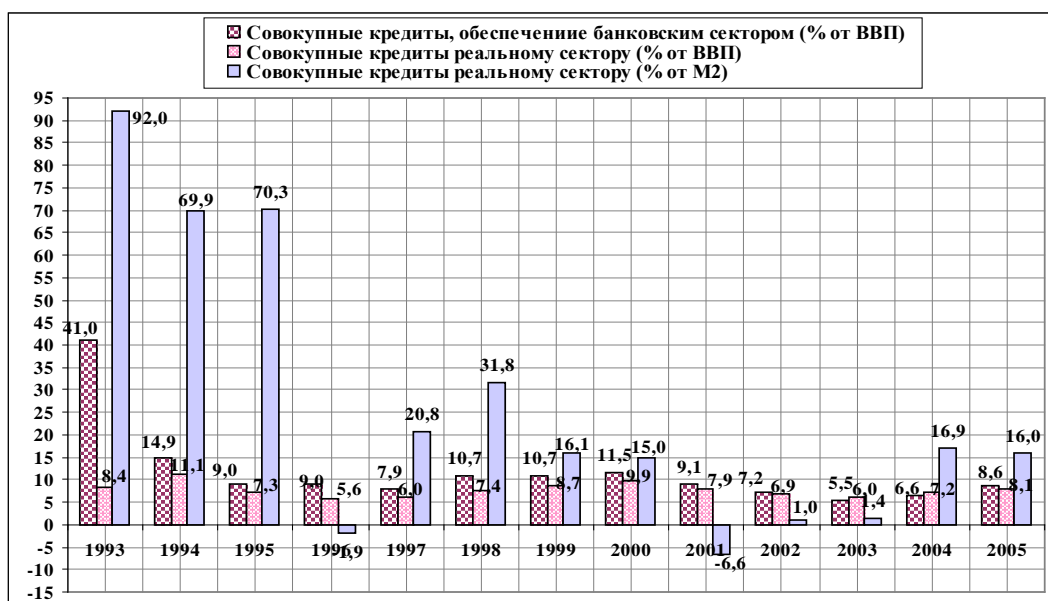


Рис. 73. Совокупные кредиты реальному сектору, а также кредиты обеспечение банковским сектором за 1992-2005гг. (% от ВВП и от M2)¹⁹².

¹⁹² Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Вместе с этим, доля совокупных кредитов в денежном предложении (M2) также, за некоторым исключением, незначительна. Так если в 1993 году участие совокупных кредитов в денежном предложении составляло 92%, то в 2005 году эта доля равна лишь 16%.. Отметим, что за последние 10 лет, наибольшее значение рассматриваемого показателя достигло значения 31,8% (1998), что составляет меньше половины результатов 1994 и 1995 года.

Для сравнения скажем, что в странах, которые обладают банковскими финансовыми системами доля совокупных кредитов, обеспеченных банковским сектором составляет более 100% от ВВП (Австрия – 128%; Германия – 136,4%; Япония – 155,6% по состоянию на 2005 год) (см. рис. 74).

Более того, соседняя нам Грузия в 2005 году обеспечила реальный сектор за счет банковских кредитов - 21,5% от ВВП, что более 2 раз выше, чем в Армении. В России этот показатель составляет 20, 5%.

Страны, таргетирующие инфляцию, также отличаются более высокими показателями банковского кредитования по отношению к ВВП. Так, в Колумбии совокупные кредиты, обеспеченные банковским сектором составляют 42,6% от ВВП, в Чехии – 44,3%, в Мексике – 38,3%, в Казахстане – 25,2% и в Бразилии – 102,9%.

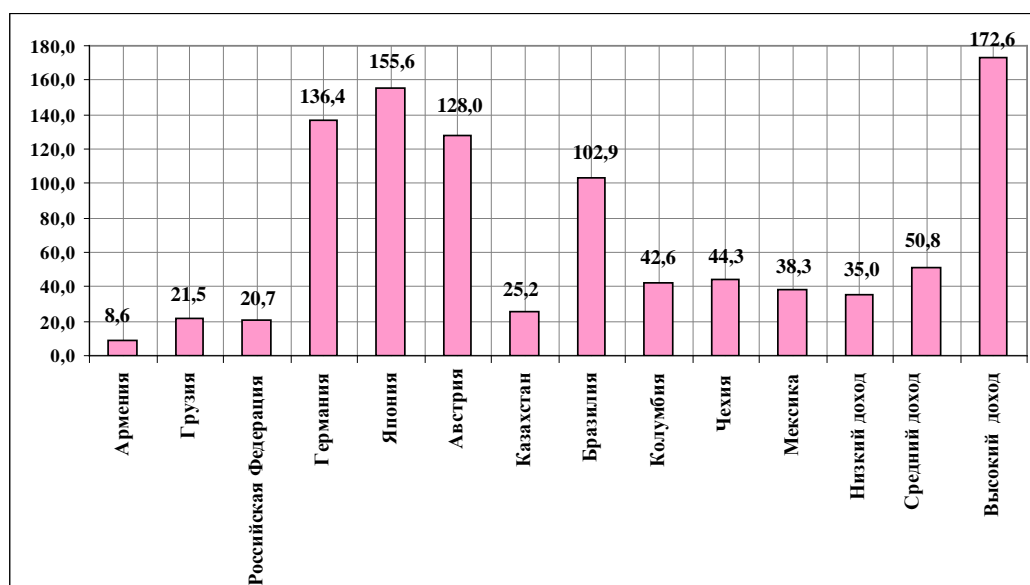


Рис. 74. Совокупные кредиты реальному сектору, обеспечение банковским сектором в 2005 г. (% от ВВП)¹⁹³.

Наконец, если учитывать, что Армения по последним показателям подушевого дохода входит в число стран со средним уровнем доходности, то по сравнению со

¹⁹³ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

странами из того же эшелона показатели доли банковского кредитования реального сектора значительно отстают. В странах со средним уровнем дохода этот показатель составляет 50,8%, а в странах с низким уровнем дохода – 35%, почти в 4 раза выше, чем в Армении.

Таким образом, становится очевидным, что воздействие процентного канала на экономику Армении посредством банковского сектора значительно осложняется. Наконец, если говорить о подвидах процентного канала, то есть о канале замещения и канале дохода и потока наличных поступлений, то очевидно, что они в целом тоже не присутствуют в нашей экономике.

Таблица 19. Доля потребительских кредитов в совокупных кредитах банковского сектора, в потреблении домохозяйствами и реальном ВВП Армении¹⁹⁴.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Кредиты домохозяйств в % от совокупных кредитов банковского сектора	26,4	21,3	28,4	32,5	38,5	41,9
Доля кредитов в потреблении домохозяйств, %	2,77	1,68	2,13	2,59	3,52	4,80
Потребительские кредиты домохозяйствам в % от реального ВВП	8,5	5,3	5,8	7,0	9,5	11,4

Канал замещения работает, если в экономике широко распространены потребительские кредиты, кредитные карты и прочие розничные финансовые услуги, предназначенные для потребления товаров и услуг, чего в наличии экономики Армении недостаточно. При этом, необходим низкий уровень инфляций, чтобы даже небольшое изменение процентной ставки непосредственно оказывало бы влияние на потребительские кредиты.

Таблица 20. Инвестиции в Республику Армения за период с 2000 по 2005гг¹⁹⁵.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Прямые иностранные инвестиции в Армению (в номинальном выражении)	513,10	579,84	684,48	793,38	1 005,09	1 275,72
Прямые иностранные инвестиции в Армению в % от реального ВВП	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06
Портфельные инвестиции (в номинальном выражении)	4,79	5,93	5,83	6,37	4,25	3,91
Портфельные инвестиции в % от реального ВВП	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Другие инвестиции (в номинальном выражении)	1 311,83	1 392,58	1 507,24	1 564,44	1 655,33	1 627,66
Другие инвестиции в % от реального ВВП	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

¹⁹⁴ Источники: Национальная Статистическая Служба РА, 2006

¹⁹⁵ Источник: World Bank: World Development Indicators, 2007

Несмотря на то, что за последние годы наблюдается некоторое повышение доли потребительских кредитов в общей доле кредитования, а также по отношению к реальному ВВП, утверждать, что потребительское кредитование играет весомую роль в формировании активов банковской системы довольно преждевременно (в 2005 году доля потребительских кредитов в реальном ВВП РА составила лишь 11,4%).

Канал дохода и потока наличных поступлений требует развитых финансовых рынков и большой доли инвестиций, осуществленных предприятиями за счет внешних источников. В Армении говорить о развитости финансовых рынков не приходится, а доля прямых иностранных инвестиций, а главное портфельных в экономику Армении настолько мизерна, что не может иметь существенного влияния на инфляционные процессы (см. таблицу 18).

Кредитный канал, по сути, повторяет в данном случае процентный канал. **Узкий канал кредитования** подразумевает такую долю расходов домохозяйств, осуществляемых за счет банковских кредитов, что определенное изменение в резервной ставке и соответственное изменение в объеме кредитования отразилось бы на совокупных расходах домохозяйств. Однако, как было показано выше (см. таблицу 17), эта доля незначительна.

Тем не менее, регрессионный анализ влияния изменений номинальной процентной ставки на изменение уровня цен, показал, что в экономике Армении все же существует определенная корреляция между этими показателями (коэффициент корреляции $-0,20$, $R^2 = 0.71$, значимость на уровне 10 %)(см. приложение 5). Как и следовало ожидать, между темпами изменения реальной процентной ставки и уровня инфляции также существует определенная корреляция (коэффициент корреляции $- 0.13$, $R^2 = 0.90$, значимость на уровне 5 %)(см. приложение 6).

Канал финансового благосостояния экономических агентов не работает, поскольку домохозяйства и фирмы в Армении не вовлечены в операции на финансовом рынке. В случае ТИ этот канал можно заменить каналом финансового акселератора или балансовый канал. Однако в Армении, балансовый канал не будет действовать по причине того, что доля финансовых активов в составе активов домохозяйств и фирм мизерна.

Добавим к этому, что проведенный регрессионный анализ показал, что на изменения в общем уровне цен оказывают значительное влияние расходы домохозяйств (коэффициент корреляции 0.067 , $R^2 = 0.72$, значимость на уровне 1 %, с учетом сезонных колебаний, а также автокорреляции) (см. приложение 8), а также частное потребление (коэффициент корреляции 0.08 , $R^2 = 0.59$, значимость на уровне 1%) (см. приложение 9).

Причем, увеличение расходов домохозяйств и частного потребления отражаются на инфляционных процессах через два квартала.

Таким образом, трансмиссионный канал процентной ставки можно выразить следующим уравнением:

$$P = -0.20 * \pi n + 0.13 * \pi + 0.07 * H(-2) + 0.08 * PC(-2)$$

где

P – Темпы изменения ИПЦ (ежеквартально);

πn – Темпы изменения номинальной процентной ставки;

π – Темпы изменения реальной процентной ставки;

H – Темпы изменения расходов домохозяйств;

PC – темп изменения частного потребления.

[5]

Из всех возможных каналов трансмиссионного механизма в экономике переходного периода или развивающейся экономике, наиболее эффективным считается **канал валютного курса**. За неимением у органов финансовой политики других инструментов, валютный канал пользуется наибольшей популярностью среди ЦБ-ков развивающихся стран. Наряду с этим, ТИ предполагает политику плавающего валютного курса. Однако, не все страны, осуществляющие политику ТИ, придерживаются плавающего обменного курса. Подверженность экономики внешним шокам, большие объемы притока иностранного капитала заставляют органы финансовой политики тем или иным способом контролировать обменный курс национальной валюты, хотя бы в пределах определенного коридора. Безусловно, это является определенным нарушением идеального подхода к таргетированию инфляции. Но вместе с этим, опасность для финансовой системы страны, приносимая значительными колебаниями валютного курса, оправдывает такие действия.

Особенно это относится к странам, которые страдают высоким уровнем долларизации. Во избежание балансового эффекта¹⁹⁶, органы финансовой политики таких стран предпочитают сохранить некоторый контроль над колебаниями обменного курса. Как было показано выше, уровень долларизации банковской системы в Армении достаточно высок, поэтому резкие и непредсказуемые колебания валютного курса, а тем

¹⁹⁶ Примечание: Действие эффекта проявляется в случае, когда в балансах экономических субъектов наличествует значительная доля активов, выраженная в иностранной валюте. Снижение обменного курса национальной валюты может привести к снижению чистой стоимости бизнес субъектов, что и будет результатом балансового эффекта.

более неуклонное его снижение являются прямой угрозой для коммерческих банков Армении.

Эффективность валютного канала зависит также от удельного веса импорта в валовом внутреннем продукте страны. Поскольку в Армении этот удельный вес составляет большой процент (40% в 2005г.), то это становится еще одним препятствием на пути эффективной работы валютного канала в трансмиссионном механизме д.к.п. Армении в связи с тем, что большой удельный вес импорта по отношению к ВВП делает эффект колебаний валютного курса на уровень цен более существенным.

Экономика Армении отличается большим притоком иностранной валюты в виде трансфертов. Такой, практически бесконтрольный приток капитала, выраженный в основном в долларах, не может не оказать влияния на инфляционные процессы в экономике, поскольку приток иностранной валюты непосредственно сказывается на колебаниях валютного курса и может оказать влияние на уровень долларизации.

Проведенный регрессионный анализ показал, что уровень долларизации экономики и, особенно колебания валютного курса непосредственно отражаются на изменениях в общем уровне цен. Изменения обменного курса национальной валюты отражаются на изменениях уровня цен¹⁹⁷ через временной лаг, равный двум кварталам (коэффициент корреляции 0,36, $R^2 = 0.8$, значимость на уровне 10 %, с учетом сезонных колебаний) (см. приложение 11).

Наряду с этим была обнаружена явная корреляция между изменениями в уровне цен и уровне долларизации денежной массы (коэффициент корреляции 0,07, $R^2 = 0.8$, значимость на уровне 1 %, с учетом сезонных колебаний) (см. приложение 11). Наконец, исследования показали, что между изменениями в уровне цен и уровне долларизации кредитов коммерческих банков существует корреляция (коэффициент корреляции 0,05, $R^2 = 0.77$, значимость на уровне 5 %, с учетом сезонных колебаний, а также автокорреляции) (см. приложение 12). Нами также было исследовано влияние изменений чистого экспорта на уровень цен, однако корреляция не была обнаружена, объяснением чему, по всей видимости, может считаться высокая концентрация рынка, наблюдаемая в экономике Армении, вследствие чего отсутствует гибкость формирования цен согласно рыночным законам.

Таким образом, уравнение, отражающее изменения в общем уровне цен, выраженной через изменения в обменном курсе и уровне долларизации можно выразить следующим образом:

¹⁹⁷ Примечание: В качестве показателя инфляции был взят Индекс Потребительских Цен.

$$P = 0.36* E(-2) + 0.07* D(-2) + 0.05* DC(-2)$$

где

P - Рост ИПЦ (ежеквартально);

E - Ежеквартальное %-е изменение обменного курса (драм/доллар);

D - Рост уровня долларизации (ежеквартально);

DC - Рост уровня долларизации кредитов коммерческих банков реальному сектору (ежеквартально).

[6]

Обратим внимание, что коэффициент изменения значительно больше, чем коэффициент изменения долларизации, а также чем рассмотренный выше коэффициент изменения процентной ставки. Таким образом, можно сделать вывод о том, что одним из самых важных, а главное доступных инструментов органов финансовой политики Армении можно считать валютный канал.

Итак, уровень долларизации экономики можно считать одним из существенных препятствий на пути эффективной трансмиссии каналов д.к.п. Армении. В связи с тем, что в национальной экономике доллар пока является средством накопления и зачастую средством обращения, это в значительной степени ограничивает возможность органов финансовой политики управлять денежными агрегатами. Реальный сектор, и в большей степени домохозяйства, становятся уязвимыми к колебаниям обменного курса, снижающим реальные доходы населения, поскольку большую долю в доходах населения составляют трансферты, которые приходят в экономику в иностранной валюте.

Уровень долларизации в экономике Армении достаточно высок и, если прибавить к этому непредсказуемые колебания изменений валютного курса, что происходит на протяжении нескольких последних лет, то последствия, как мы можем убедиться, не заставили себя ждать. Более того, наличие большой доли валютных активов в балансах не только домохозяйств, но и банковского сектора, делает последний довольно уязвимым к колебаниям обменного курса.

Учитывая высокие показатели уровня долларизации, органы финансовой политики Армении не должны и не могут себе позволить настолько значительные колебания валютного курса, какие происходят в настоящее время, особенно в условиях перехода к таргетированию инфляции, когда, помимо всего прочего, ЦБ все больше теряет доверие со стороны реального сектора, что, в свою очередь, еще более усугубляет нынешнюю ситуацию.

Канал инфляционных ожиданий играет достаточно большую роль в трансмиссионном механизме режима ТИ. В общих словах, эффективность воздействия канала инфляционных ожиданий зависит от степени доверия со стороны общественности

к органам финансовой политики страны. Если такое доверие наличествует, то ЦБ, посылая импульсы в реальный сектор посредством объявления своих прогнозов, а также целевых ориентиров, фактически влияет на действия бизнес среды и домохозяйств, то есть создает определенный инфляционный фон уже только тем, что доверие со стороны реального сектора к прогнозам органов финансовой политики высоко.

Однако в случае, когда такое доверие отсутствует, использование органами финансовой политики в проведении монетарной политики канала инфляционных ожиданий достаточно затрудняется, а точнее сводится на нет. Как отмечает Камхоф, «инфляционное таргетирование с низким авторитетом оказывается хуже, чем фиксированный валютный курс, не обладающий доверием общества»¹⁹⁸. Так если органы финансовой политики лишены доверия со стороны фирм и домохозяйств, импульсы, посылаемые ЦБ через каналы трансмиссии доходят до реального сектора либо в искаженном виде, либо вообще не имеют воздействия. То есть реальный сектор в своей деятельности никак не ориентируется на прогнозы и планы ЦБ. Таким образом, отсутствие доверия со стороны субъектов экономики к проводимой денежно-кредитной политике лишает ЦБ возможности использовать канал инфляционных ожиданий.

Обращаясь к денежно-кредитной политике Армении, трудно говорить о наличии доверия к ЦБ страны. Неэффективная валютная политика, отсутствие стабильности инфляционных процессов в экономике, полное отсутствие инструментария прогнозирования и многое другое делает политику органов финансовой политики Армении не вызывающей доверия со стороны бизнеса и населения. Таким образом, прогнозы ЦБ, а тем более объявления целевых ориентиров на краткосрочную перспективу и, тем паче, на долгосрочную, остаются со стороны реального сектора незамеченными. Это, в свою очередь, затрудняет осуществление эффективной политики ТИ в сложившихся условиях, что в некоторой степени напоминает замкнутый круг. Нет доверия – нет эффективной монетарной политики; нет эффективной монетарной политики – нет доверия.

Проведенный регрессионный анализ показал, что в трансмиссионном механизме канал инфляционных ожиданий не присутствует. В качестве оценки инфляционных ожиданий выступила инфляция в предыдущем квартале. С учетом сезонных колебаний и автокорреляции, анализ показал, что между уровнем цен в настоящем квартале и предыдущем корреляция отсутствует (коэффициент корреляции $-0,08$, $R^2 = 0,9$, p – value – не значимо) (см. приложение 14).

¹⁹⁸ Kumhof, M. Inflation Targeting under Imperfect Credibility. Stanford university Working Paper. 2000, p. 36.

Тем не менее, не лишним будет упомянуть, что некоторые страны, д.к.п. которых не пользуется доверием у реального сектора, намеренно осуществляют переход к таргетированию инфляции с целью добиться лучшего отношения со стороны экономических субъектов. Однако, очевидно, что объявление о смене режима, в сложившихся условиях, мало, чем может изменить отношение бизнес субъектов к политике органов финансовой политики Армении. Процессы, происходящие в экономике (например, резкое снижение обменного курса национальной валюты, нестабильность инфляционных процессов), сами диктуют рынку, как относиться к политике органов финансовой политики.

Таким образом, становится очевидным, что только время и, наряду с этим постоянное и непрерывное достижение поставленных ЦБ-м целей, которому будет сопутствовать прозрачность и открытость проводимой политики, может исправить ситуацию.

В связи со спецификой экономики Армении, нам представляется целесообразным также рассмотреть монетаристский канал. Нами были рассмотрены основные денежные агрегаты: M1, M2 и M2X, также темп изменения резервов коммерческих банков в ЦБ.

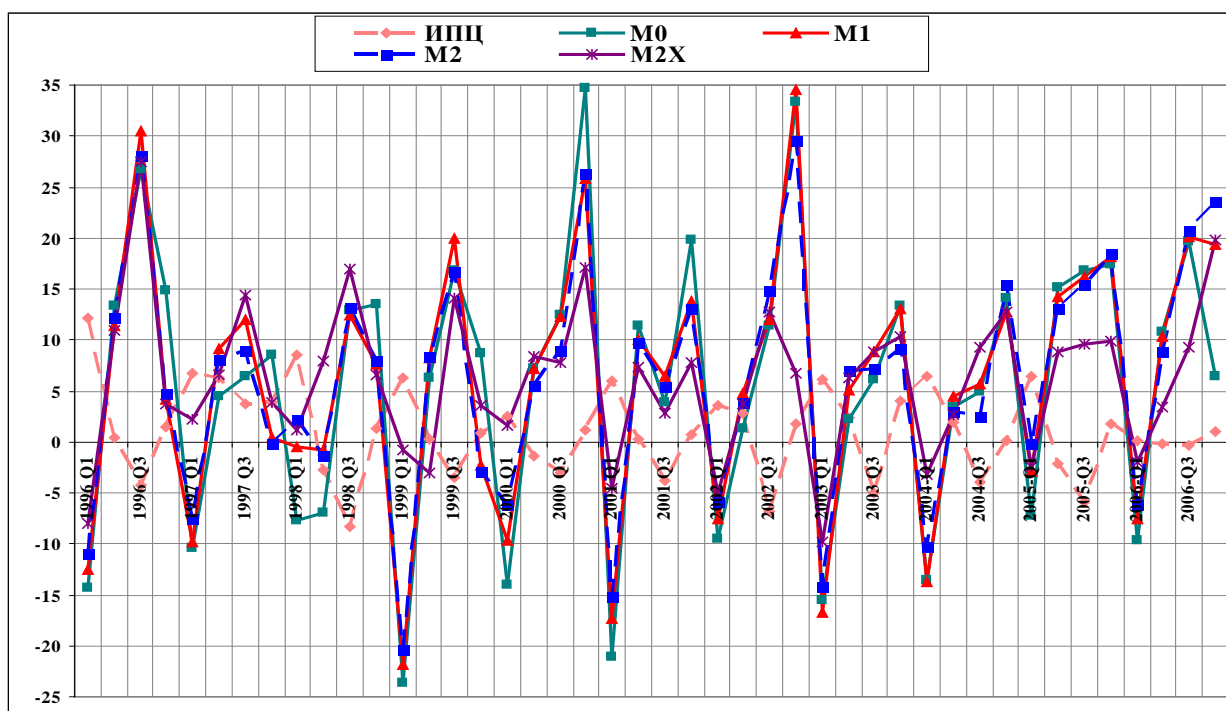


Рис. 75. Динамика роста денежных агрегатов (M0, M1, M2, M2X(M3)) и годовой инфляции (ИПЦ) в Армении с 1996-2006гг¹⁹⁹.

¹⁹⁹ Источник: Национальная Статистическая Служба РА, 2006

Как можно заметить из рисунка 75, поквартальная динамика денежных агрегатов в основном имеет аутентичный характер, а динамика инфляции, на первый взгляд, кажется, повторяет динамику денежных агрегатов в обратном выражении. Однако, заметим, что подобная динамика временных рядов так же свойственна сезонным показателям, следовательно, кроме графического анализа необходимо провести также регрессионный, для подтверждения выдвинутой гипотезы.

Как показал анализ, уровень инфляции в экономике Армении, в основном, определяется динамикой денежной массы. При этом, шок от изменения денежного агрегата M1 вызывает соответствующую реакцию инфляции через два квартала (см. приложение 15), что было заметно и на графическом изображении. Однако, более широкие денежные агрегаты имеют более долгосрочное воздействие на поведение инфляции, при этом характер воздействия изменения денежного агрегата M2 на инфляцию почти идентичен с соответствующим поведением денежного агрегата M2X (M3) и его воздействия на инфляцию. Заметим, что предпринятые попытки объяснения поведения курса национальной валюты изменением определенных показателей денежного рынка не увенчались успехом, что, по-видимому, связано с хаотичностью валютного рынка Армении и множеством теневых факторов.

Заметим, что изменение показателя M1 влияет на рост инфляции через два квартала, при этом поведение инфляции в текущем периоде определяется также показателем инфляции за предыдущий период и отрицательными шоками двумя кварталами позже.

Однако, поведение инфляции в зависимости от изменения денежного агрегата M2 определяется более длительным временным лагом в 4 квартала, а также отрицательной авторегрессией и положительным шоком также в 4 лага. (см. приложение 16)

Динамика показателя M3, в целом, проявляет тенденции предыдущего денежного агрегата, поскольку широкий денежный агрегат в данном случае включает просто долларовую массу, а не долгосрочные финансовые инструменты, как в странах с развитыми рынками капитала. (см. приложение 17).

Наконец, проведенный регрессионный анализ показал, что уровень инфляции в экономике Армении в некоторой степени определяется темпами изменения резервов коммерческих банков в ЦБ (коэффициент корреляции 0,03, $R^2 = 0.77$, значимость на уровне 5 %, с учетом сезонных колебаний, а также автокорреляции) (см. приложение 18).

Добавим, что совокупный спрос, также имеет некоторое влияние на темпы изменения в уровне цен (коэффициент корреляции 0.07, $R^2 = 0.53$, значимость на уровне 1 %) (см. приложение 19).

Таблица 21. Коэффициенты регрессионной модели ИПЦ в Армении.

Параметр уравнения	Значение	T – статистика	P – значение	Доверительный интервал	Функциональное представление модели ARMA	R-squared	Принятие гипотезы
Монетарный канал							
Темп изменения денежной массы M1 (%) (M1_GR)	0.12	6.04	0.00	1%	$P = -0.17 + 0.12*M1(-2) + 4.2*D1 - 2.88*D3 + [AR(1)=-0.55, MA(2)=-0.99, BACKCAST=1995:4]$	0.8	Принимается
Темп изменения денежной массы M2 (%) (M1_GR)	0.11	3.73	0.00	1%	$P = 0.01 + 0.11*M2(-4) + 6.96*D1 - 5.95*D3 + [AR(4)=-0.49, MA(4)=0.897, BACKCAST=1997:1]$	0.89	Принимается
Темп изменения денежной массы M3 (%) (M1_GR)	0.17	4.27	0.00	1%	$P = -0.13 + 0.17*M3(-4) + 5.98*D1 - 6.5*D3 + [AR(1)=0.33, AR(2)=0.38, MA(2)=-0.96, BACKCAST=1996:3]$	0.83	Принимается
Темп изменения резервов коммерческих банков в ЦБ (R)	0.03	2.07	0.05	5%	$P = 0.026* R (-2) + 1.29 + 4.06*D1 - 5.58*D3 + [AR(1)=0.42]$	0.77	Принимается
Темп изменения совокупного спроса (IS)	0.07	6.38	0.00	1%	$P = 0.07* IS (-2) + 0.033$	0.53	Принимается
Валютный канал							
Темп изменения обменного курса (драм/доллар) (ежеквартально) (E)	0.36	3.38	0.00	1%	$P = 1.07 + 0.07* D (-2) + 0.36* E (-2) + 5.37*D1 - 6.39*D3$	0.80	Принимается
Темп изменения уровня долларизации (ежеквартально) (D)	0.07	1.88	0.07	10%			
Темп изменения долларизации кредитов ком. банков реальному сектору	0,05	2.11	0.04	5%	$P = 0.05* DC (-2) + 1.50 + 4.20*D1 - 5.54*D3 + [AR(1)=0.45]$	0.77	Принимается
Темп изменения чистого экспорта (X)	0.02	0.75	0.46	---	---	0.75	Отвергается
Процентный и кредитный каналы							
Темп изменения реальной процентной ставки (ежеквартально) (π)	0.13	2.00	0.05	5%	$P = 0.13* \pi + 1.07 + 4.02*D1 - 4.86*D3 + [AR(1)=0.56]$	0.90	Принимается
Темп изменения номинальной процентной ставки (ежеквартально) (π_n)	-0.20	-1.87	0.07	10%	$P = -0.20* \pi_n + 1.63 + 4.32*D1 - 5.29*D3$	0.71	Принимается
Темп изменения кредитов коммерческих банков реальному сектору (ежеквартально) (C)	0.00	0.97	0.33	---	---	0.74	Отвергается
Темп изменения расходов домохозяйств (ежеквартально) (H)	0.067	6.52	0.00	1%	$P = 0.067*H(-2) - 0.41 + 3.03*D1 + [AR(1)=0.35]$	0.72	Принимается
Темп изменения частного потребления (ежеквартально) (PC)	0.08	7.17	0.00	1%	$P = 0.08*PC(-2) + 0.11$	0.59	Принимается
Темп изменения инвестиций (I)	0.008	1.31	0.20	---	---	0.75	Отвергается
Канал инфляционных ожиданий							
Темп изменения ИПЦ предыдущем квартале (P_t).	-0.08	-0.7	0.47	---	---	0.90	Отвергается

Очевидно, что динамика инфляции в экономике Армении в значительной степени определяется тенденциями денежных агрегатов. Однако, отмеченная идентичность

поведения показателей широких денег, в частности, свидетельствует о том, что по причине отсутствия развитого финансового рынка, денежный агрегат М3 не имеет характер долгосрочного воздействия на экономическую конъюнктуру. Следовательно, малейшее увеличение монетизации экономики сопровождается инфляционными явлениями, а вследствие отсутствия у ЦБ эффективных механизмов (например, операции на открытом рынке) осуществления д.к.п., происходит инверсия инфляционного давления на валютный рынок.

Обобщение результатов исследований по трансмиссионному механизму экономики Армении представлено в таблице 19. Основными каналами трансмиссии можно считать монетарный и валютный канал и, в некоторой степени, процентный канал. Канал инфляционных ожиданий отсутствует, что является серьезным препятствием на пути органов финансовой политики Армении по реализации политики ТИ.

Отметим, что из всех рассмотренных каналов трансмиссии, наибольшее влияние на общий уровень цен имеют темпы изменений валютного курса. Таким образом, становится очевидным, что пристальное внимание к колебаниям валютного курса со стороны органов финансовой политики, в данном случае, по меньшей мере необходимо.

Функциональное представление трансмиссионных каналов экономики Армении представлены в таблице 20. По степени значимости в формировании уровня цен в Армении можно отметить: валютный курс(временной лаг – 2 квартала); отрицательное значение номинальной процентной ставки, реальная процентная ставка, денежный агрегат М3 (временной лаг – 4 квартала); денежный агрегат М2 (временной лаг - 4 квартала); совокупный спрос (временной лаг – 2 квартала); уровень долларизации денежной массы (временной лаг – 2 квартала) и уровень долларизации кредитов коммерческих банков (временной лаг – 2 квартала). Совсем незначительное влияние имеет резервная ставка (временной лаг – 2 квартала).

Таблица 22. Уравнения основных трансмиссионных каналов экономики Армении.

Трансмиссионный канал	Функциональное представление
Монетарный канал	$P = 0.03* R(-2) + 0.12* M1(-2) + 0.11* M2(-4) + 0.17*M3(-4) + 0.07* IS (-2)$
Валютный канал	$P = 0.36* E(-2) + 0.07* D(-2) + 0.05* DC(-2)$
Процентный и кредитный каналы	$P = -0.20* \pi_n + 0.13* \pi + 0.07*H(-2) + 0.08*PC(-2)$

В подтверждение выявленных корреляций, нами были проведены сопоставления темпов изменений фактической инфляции с прогнозными значениями, полученными на основе полученных моделей трансмиссионных каналов (приложение 23). Как показали результаты проведенных проверок, прогнозные значения на основе построенных моделей не отличаются от фактического значения темпов изменения уровня цен в экономике.

В завершение добавим, что помимо рассмотренных выше препятствий для эффективной работы трансмиссионного механизма, еще одним недостатком экономической системы Армении можно считать отсутствие ценовой гибкости, что является результатом высокой степени монополизированности экономики. Формирование цен, которое обусловлено больше субъективными, чем объективными рыночными условиями, безусловно, затрудняет всякие попытки органов финансовой политики управлять или прогнозировать целевые показатели. Антимонопольная политика Армении согласно индексу ЕБРР оценивается в 2006 году в 2,3 балла²⁰⁰. Поэтому в реализации режима ТИ в Армении следует также учесть и фактор концентрированности экономики.

²⁰⁰ Доклад о процессе перехода за 2006 год, ЕБРР, 2006г. ст. 33

3.2. Необходимые предпосылки и перспективы осуществления политики таргетирования инфляции в Армении

Политика ТИ требует наличия определенных условий реализации. Определить, насколько реально использование режима ТИ в денежно-кредитной политике Армении можно, проанализировав основные детерминанты, дающие возможность осуществлять политику ТИ и, что важнее, имеющиеся в наличии в существующей экономической системе.

Существенное отличие режима ТИ от других возможных режимов д.к.п. состоит в обязательной **публичности и транспарентности проводимой органами финансовой политики**. Моисеев²⁰¹ дает следующее определение понятию «транспарентность» д.к.п.: «раскрытие информации о внутреннем процессе принятия решения, то есть объявление того, как обнародованная экономическая информация используется в ходе принятия решений, касающихся проведения д.к.п.». Добавим к этому что, чем более прозрачной бывает политика органов финансовой политики, тем большим доверием пользуется проводимая д.к.п. среди экономических субъектов.

Говоря о прозрачности проводимой политики, в первую очередь мы имеем ввиду открытость целей д.к.п.. Относительно этого можно сказать, что органы финансовой политики Армении достаточно открыто и публично провозглашают определенные ЦБ-м задачи. Таким образом, политическая открытость д.к.п. в достаточной степени присутствует.

Вместе с тем, того же нельзя сказать об экономической открытости, которая подразумевает раскрытие информации об экономических данных, моделях и прогнозах. Экономические субъекты зачастую не имеют доступа к необходимой информации, а если такой доступ и бывает получен, то говорить о полной достоверности получаемой информации не приходится.

То же самое можно сказать о раскрытии информации в отношении стратегической тактики монетарной политики, механизмах принятия решений, открытости информации, о вмешательстве органов финансовой политики на денежном рынке и ошибках регулирования. Все это либо присутствует лишь в виде небольшой доли в д.к.п. Армении, либо отсутствует вовсе.

Отметим, что наряду с объявлением проведения политики ТИ, органы финансовой политики автоматически берут на себя обязанность достоверно и своевременно

²⁰¹ С.Р.Моисеев. «Денежно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. Москва. Экономист. 2005. ст. 213

осведомлять общественность обо всех предпринимаемых ими действиях относительно достижения поставленной цели (уровня инфляции). Отсюда напрашивается вывод: первая необходимая предпосылка фактического осуществления политики ТИ в Армении отсутствует.

Одним из препятствий к реальному осуществлению политики ТИ можно считать **недостоверность статистической информации** относительно основных макроэкономических показателей. Если при таргетировании денежных агрегатов, органам финансовой политики не требуется полноценная модель экономики страны, то ТИ требует прозрачной и достоверной информации о состоянии национальной экономики, дабы иметь возможность строить достоверные прогнозы основных макроэкономических показателей, а главное – установить целевые ориентиры уровня цен на определенный промежуток времени (горизонт таргетирования).

Информация, на которую, по сути, должны опираться органы финансовой политики Армении, в большинстве случаев содержит множество неточностей, ошибок и в целом ее можно считать недостоверной. Таким образом, построение оптимальных и эффективных моделей по прогнозированию инфляции становится невозможным. Отметим также, что при всем при этом, отсутствует определенная прозрачность информации, к примеру, по поводу методики расчета индексов цен и т.д.

Для преодоления недостоверности и закрытости статистической информации необходимо пересмотреть основы деятельности статистических служб, как на законодательном, так и на исполнительном уровне.

В качестве рекомендации, отметим, что необходим пересмотр методики расчета макроэкономических показателей, обеспечение большей прозрачности в деятельности как ЦБ, так и статистических служб страны. Допущение множества ошибок в публикуемых изданиях, носящих статистический характер, не позволяет делать соответствующие достоверные выводы и аналитические выкладки относительно реального состояния национальной экономики, и служит препятствием для деятельности не только органов финансовой политики, но и независимых аналитических служб, которые в свою очередь также могут быть полезны органам финансовой политики. Так, например, Резервный банк Новой Зеландии наряду со статистическими методами обработки информации, использует также оценки и прогнозы экспертов в данной области, которые, в свою очередь, оперируют не только объективной, но и в некоторой степени субъективной информацией, имеющей влияние на формирование процессов в экономической системе.

Другим не менее важным фактором успешности реализации политики ТИ является степень независимости д.к.п.. Согласно Грилли, Маскиандаро и Табеллини, политическая

независимость ЦБ определяется тремя элементами: взаимоотношениями между правительством и банком при формировании монетарной политики, процедурами назначения правления банка и формальными целями деятельности банка в отношении монетарной политики²⁰². Оценку этим элементам можно дать с помощью следующих критериев:

- процедуры назначения высших должностных лиц банка (руководителя и членов правления);
- продолжительности их пребывания в должности;
- присутствия представителей правительства в составе правления;
- одобрения правительством монетарной политики;
- правовых норм, укрепляющих позиции банка в случае конфликта с правительством;
- уставных обязательств по поддержанию стабильности цен.

Кроме того, экономическая независимость органов финансовой политики определяется законодательными ограничениями по кредитованию правительства, а также, входят ли в компетенцию ЦБ надзорная функция относительно банков в частности, или финансовой системы в целом.

Органы финансовой политики считаются экономически независимыми, в случае, когда кредитование правительства осуществляется не напрямую, а посредством косвенных инструментов на основе рыночных ставок и носит скорее временный, нежели постоянный характер. К тому же ЦБ, осуществляющий операции по государственным ценным бумагам на вторичном рынке и, не осуществляющий надзорную функцию над банковской системой, считается более независимым. Как утверждает Цукерман: «предоставление центральному банку права осуществлять надзор за деятельностью коммерческих банков делает банк более уязвимым к политическому давлению. При банкротстве банков возникает серьезная опасность того, что плохие долги будут монетизированы. Если же вывести функции банковского надзора за рамки юрисдикции ЦБ, то это сделало бы стоимость операций по спасению разорившихся банков более прозрачной»²⁰³.

²⁰² Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, «Economic Policy», No. 13, 1991, p. 57.

²⁰³ Cukierman A., The Economics of Central Banking, in: Holger W. (ed.), Macroeconomic Policy and Financial Systems, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association, The Macmillan Press, 1996, p. 25.

Итак, независимость органов финансовой политики в проведении ими монетарной политики, в какой то степени обеспечивает успешность осуществляемых действий по достижению таргетируемого показателя.

Дадим оценку степени независимости ЦБ РА с помощью двух индексов – индекс Цукермана (Cukierman Index) и GMT- индекс (Grilli-Masciandaro-Tabellini Index).

Индекс Цукермана состоит из шестнадцати переменных, которые объединены в четыре группы: кадровая автономия, разработка монетарной политики, ее цели и ограничения на финансирование государственного бюджета. Каждая из перечисленных переменных может принимать значение от нуля до единицы. Индекс GMT разделен на два подиндекса: политический и экономический, которые учитывают несколько переменных и могут принимать только два значения – «истина» или «ложь».

В основе расчетов обоих индексов стал Закон Республики Армения о Центральном банке Республики Армения. Результаты расчетов индексов независимости Центрального банка показали, что по индексу Цукермана степень независимости равна 0,649, а по общему GMT- индексу Армения набрала 11 баллов (см. таблицу 21).

Таблица 23. Расчет индекса Цукермана для ЦБ Армении.

Описание переменной	Оценка
1. Кадровая автономия	
1.1. Сроки полномочий руководства ЦБ	0,75
1.2. Институт, назначающий управляющего ЦБ	0,75
1.3. Снятие управляющего ЦБ с должности	0,83
1.4. Возможности использования управляющим ЦБ других функций в правительстве	1,00
2. Разработка д.к.п.	
2.1. Институт, занятый разработкой д.к.п.	0,67
2.2. Институт, за которым стоит последнее слово в разрешении конфликта интересов	0,00
2.3. Участие ЦБ в разработке налогово-бюджетной политики	0,00
3. Приоритет целей д.к.п.	1,00
4. Ограничения на финансирование государственного бюджета	
4.1. Ограничение выдачи кредитов правительству	0,33
4.2. Покупка ценных бумаг правительства	1,00
4.3. Условия финансирования	0,67
4.4. Потенциальные получатели кредитов ЦБ	0,00
4.5. Количественные ограничения по объему кредитов	0,33
4.6. Ограничение по срокам кредитов	0,67
4.7. Ограничение по процентным ставкам	0,33
4.8. Операции с ценными бумагами правительства на первичном рынке	1,00
Простой индекс Цукермана	0,649

Для сравнения, рассмотрим степень независимости стран, которые осуществляют политику ТИ и наряду с этим опыт стран, которых можно причислить либо к развивающимся, либо с переходными экономиками. По индексу Цукермана, Армения уступает только Венгрии и Польше, которые набрали 0,689 и 0,674 баллов

соответственно. Однако, на наш взгляд, по общему индексу политической и экономической независимости Армения уступает гораздо большему количеству стран, и занимает среди них предпоследнее место, опережая по GMT- индексу только Россию.

Таблица 24. Расчет GMT- индекс для ЦБ Армении.

Обозначение переменной	Описание переменной
ПОДИНДЕКС ПОЛИТИЧЕСКОЙ НЕЗАВИСИМОСТИ	
1	Управляющий ЦБ назначается совместно парламентом и правительством
1	Управляющий ЦБ назначается на срок более пяти лет
Правление Центробанка	
0	Ни один член правления Центробанка не назначается правительством
0	Члены правления Центробанка назначаются на срок более пяти лет
1	Снятие с должности члена правления Центробанка может происходить только по неполитическим причинам
1	Представитель правительства в составе правления Центробанка отсутствует
1	Одобрение д.к.п. со стороны парламента или правительства не требуется
Законодательная поддержка	
1	Подотчетность Центробанка прописана в законодательстве
0	Наличие правовой поддержки действий Центробанка в случае конфликта с правительством
ПОДИНДЕКС ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕЗАВИСИМОСТИ	
Финансирование госбюджета	
1	Прямое кредитование бюджета не является автоматическим
0	Прямое кредитование бюджета осуществляется по рыночным процентной ставке или ставке рефинансирования
1	Прямое кредитование бюджета имеет временный характер
1	Прямое кредитование бюджета ограничено по объему заимствования
1	ЦБ не оперирует на первичном рынке государственных ценных бумаг
Денежно-кредитные инструменты	
1	Дисконтная процентная ставка (ставка рефинансирования) устанавливается ЦБ самостоятельно
0	Надзор за коммерческими банками не входит в функции ЦБ.
Итого : 11 баллов	
Примечание: 1 – «Истина», 0 – «Ложь».	

В разрезе подиндексов GMT- индекс Армении также не показывает положительные результаты. По политической независимости Армения набрала 5 баллов из 9 возможных, и занимает предпоследнее место среди рассмотренных стран, и опережает по этому показателю только Россию. Экономическая независимость органов финансовой политики равна также 5 баллам из 7 возможных.

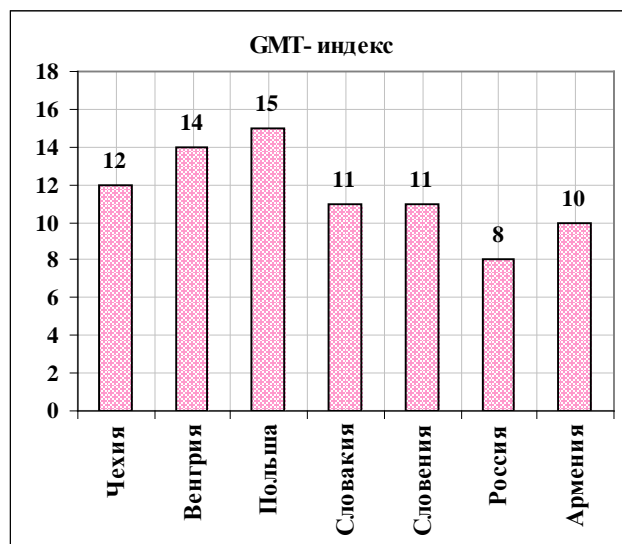
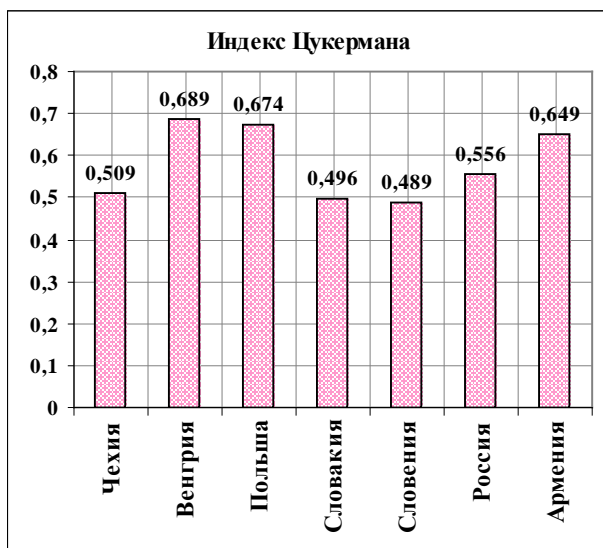


Рис. 76. Индексы независимости центральных банков некоторых государств по состоянию на 2006 год²⁰⁴.

В целом можно сказать, что степень независимости органов финансовой политики Армении, за исключением некоторых положительных элементов, не может считаться достаточной для успешной реализации политики ТИ.

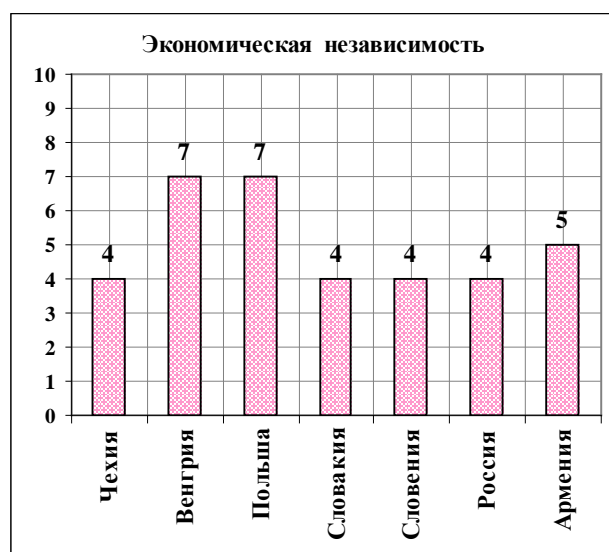
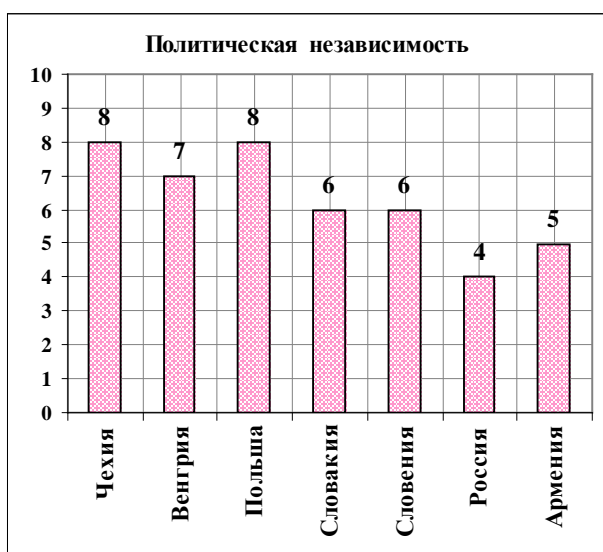


Рис. 77. Политическая и экономическая независимость центральных банков некоторых государств по состоянию на 2006 год²⁰⁵.

На наш взгляд необходимы определенные изменения в законодательстве о ЦБ страны, дабы добиться большей степени, как в независимости, так и в транспарентности проводимой монетарной политики.

К числу таких изменений можно отнести:

²⁰⁴ Источник: Национальные законодательства рассмотренных стран.

²⁰⁵ Источник: Национальные законодательства рассмотренных стран.

1. Кадровая автономия

Согласно закону о ЦБ РА, председатель и все члены правления назначаются Национальным собранием, по предложению Президента. На наш взгляд, такой подход снижает степень независимости решений органов финансовой политики от вмешательства правительства и по сему требует пересмотра, а именно назначение председателя должно происходить советом ЦБ. В связи с низким доверием общественности к органам финансовой политики, неэффективностью осуществляемой ими политики, а также объявлением ЦБ РА о переходе на ТИ, следует четко обозначить ответственность председателя за результаты проводимой д.к.п.. Так, например, в Новой Зеландии председатель может быть снят с должности в случае не достижения намеченного целевого ориентира в запланированные сроки. Добавим к этому, что до сих пор ни один из председателей Центрального банка Новой Зеландии не покинул свой пост по этой причине.

2. Ограничения на финансирование государственного бюджета

Статья 34, Закона о ЦБ РА гласит: «Кредитование или иным образом финансирование прямо или косвенно Центральным банком Правительство Республики Армения или других государственных органов запрещается, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьей»²⁰⁶, и далее «Центральный банк может в пределах, предусмотренных частью третьей настоящей статьи, предоставлять Правительству кредиты в армянских драмах или открыть для него кредитную линию с целью покрытия дефицита государственного бюджета. Такие кредиты, как правило, выдаются на три месяца, но не более чем на один год». Таким образом, на законодательном уровне признается возможность кредитования, хотя и с определенными оговорками, дефицита бюджета. Режим ТИ, помимо самого факта наличия бюджетного дефицита, исключает всякую возможность финансирования его со стороны органов финансовой политики. По этой причине, представляется целесообразным пересмотр вопроса финансирования бюджетного дефицита на законодательном уровне, даже если на практике таковое практически не имеет места.

3. Участие органов финансовой политики в разработке налогово-бюджетной политики

Если вмешательство со стороны органов исполнительной власти в д.к.п. страны может оказать только негативное влияние, то ситуация, когда органы финансовой политики активно участвуют в формировании налогово-бюджетной политики, наоборот, должно поощряться в странах, применяющих ТИ. В связи с тем, что режим ТИ

²⁰⁶ Закон о Центральном Банке РА.

предусматривает и требует большой степени согласованности монетарных и фискальных политик в экономике, некоторое вмешательство со стороны органов финансовой политики в разработку бюджета на долгосрочную перспективу может оказать только положительный эффект в достижении целевого ориентира д.к.п..

4. Надзорная функция ЦБ РА

В компетенции ЦБ РА входит функция мегарегулятора всех финансовой системы. Отметим только, что ТИ предполагает, что основным инструментом д.к.п. в ходе достижения своего целевого ориентира становятся операции на открытом рынке. Возложение функции мегарегулятора финансового сектора на ЦБ непременно должно вызвать и вызывает конфликт интересов между денежно-кредитной политикой и целями регулирования и надзора за деятельностью финансовых институтов, что будет постоянно подталкивать ЦБ на применение административных не рыночных рычагов, значительно ограничивающих независимость и эффективность функционирования ЦБ в качестве монетарного органа.

Именно поэтому практически ни в одной стране не практикуется совмещение функций надзора над финансовыми институтами и проведением монетарной политики, а напротив, роль мегарегулятора передается независимым органам с целью исключения ведомственной афилированности. Неприемлемой нам представляется передача ЦБ функций регулирования рынка ценных бумаг, поскольку она в еще большей степени снижает независимость органов финансовой политики в осуществлении эффективной монетарной политики.

В заключение добавим, что в развивающихся странах, к которым относится и Армения, большинство преобразований происходят, в первую очередь, на законодательном уровне, что связано с низким уровнем доверия со стороны общественности к деятельности исполнительных органов. Поэтому, установление некоторых законодательных ориентиров для осуществления политики ТИ могло бы частично способствовать усилению доверия к органам финансовой политики Армении со стороны реального сектора.

Следующим шагом к реализации политики ТИ является выбор целевого ориентира, а также характеризующего его показателя, то есть определенный оптимальный уровень цен для данной экономики и показатель измерения. В случае с Арменией, в качестве таргетируемого показателя был установлен общий уровень цен, выраженный индексом потребительских цен на уровне 3%. Как показывает динамика инфляционных процессов в Армении, за последние годы в нашей экономике наблюдается почти непрерывная, «хроническая» дефляция. На рубеже 2006 и 2007 года уровень инфляции практически все

время принимал отрицательные значения. Таким образом, помимо того факта, что уже в первый год реализации политики ТИ в Армении органы финансовой политики не достигли намеченного целевого ориентира, отрицательное значение инфляции на протяжении достаточно долгого периода негативно сказывается на всей экономике в целом и, по сути, говорит о том, что экономика Армении находится в состоянии стагнации.

Помимо этого, множество проведенных эмпирических исследований оптимального уровня цен для развивающейся экономики выявили, что наиболее подходящим уровнем инфляции для стран с экономикой переходного периода можно считать 8-10%. Такое пороговое значение уровня инфляции не тормозит необходимые для развивающейся экономики темпы роста и, в тоже время, не сказывается отрицательно на общем экономическом развитии. По видимому, выводы по поводу порогового значения инфляции для развивающихся стран следует учесть в установлении целевого ориентира. Однако, добавим, что органы финансовой политики, решившие «отпустить» уровень инфляции до какого то порогового значения, должны в полной мере обладать всем необходимым инструментарием для его управления, то есть ЦБ должен быть в состоянии управлять установленным целевым ориентиром на 100%.

Тем не менее, в пользу выбора целевого ориентира, выраженного индексом потребительских цен, говорит тот факт, что не очищенный показатель инфляции более понятен общественности, и соответственно вызывает большее доверие, что в свою очередь в некоторой степени сопутствует успеху проводимой д.к.п..

Осуществляя политику ТИ органы финансовой политики в первую очередь определяют для себя сроки достижения поставленной цели, то есть горизонт таргетирования. Горизонтом таргетирования в Армении был установлен год. Так в принципе поступают большинство развивающихся стран при переходе на режим ТИ. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процессов. Поэтому, реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей д.к.п.. Причины органов финансовой политики Армении относительно выбора срока горизонта таргетирования очевидны и понятны. Неуверенность ЦБ относительно возможности более долгосрочного планирования связана, в первую очередь, с отсутствием необходимого инструментария для управления целевым ориентиром (инфляцией), что, соответственно,

порождает проблемы в построении самого важного фактора эффективности ТИ – модели прогнозирования инфляции.

Математическое описание экономической системы Армении осложняется наличием неопределенности относительно процессов, происходящих в ней. В первую очередь, эта неопределенность касается органов финансовой политики, которые обладают недостаточной информацией о состоянии национальной экономики, что может быть вызвано недостоверностью статистической информации, ее нехваткой и многими другими проблемами, которые в целом можно охарактеризовать как информационные транзакционные издержки.

Кроме того, поскольку структурно экономика Армении не может считаться полностью сформировавшейся, неопределенность также присутствует и здесь. Добавим к этому, что в настоящее время, за исключением редких случаев, в Армении практически не производится квалифицированных и профессиональных исследований относительно реального состояния национальной экономики.

Наконец, взаимодействие органов финансовой политики и реального сектора находится на очень низком уровне. Как уже неоднократно было сказано выше, действия органов финансовой политики вызывают либо недоверие, либо вообще остаются незамеченными. Таким образом, отсутствует обратная связь между органами финансовой политики и реальным сектором.

Другим серьезным препятствием на пути реализации политики ТИ в Армении является **дефицит бюджета**, поскольку дисбаланс государственных финансов имеет значительное влияние на д.к.п.. ТИ требует большой собираемости налогов и, если не профицит бюджета, то хотя бы его сбалансированность. Все это отсутствует в экономике Армении. Налоговое администрирование неэффективно, преобладают косвенные налоги, дефицит бюджета 2005 году составил 2,6 % от ВВП. Наконец, отсутствует достаточно развитый внутренний долговой рынок, который бы при необходимости поглощал дополнительные эмиссии государственных обязательств.

Колебания валютного курса как было показано выше, достаточно негативно отражаются на национальной экономике. Позиция Центрального банка относительно обменного курса на наш взгляд неприменима в сложившихся условиях.

Наконец, наиболее важным шагом в переходе на политику ТИ является построение некоторой эконометрической модели, которая, с одной стороны, позволила бы описать экономическую систему Армении, а, с другой стороны, дала бы возможность органам финансовой политики строить прогнозы относительно основных переменных этой модели, и на основе этого направлять монетарную политику в нужное русло.

Выше уже был рассмотрен трансмиссионный механизм экономики Армении. Как показали результаты исследований, основными каналами трансмиссии экономики Армении можно считать валютный и монетарный каналы и, в некоторой степени, канал процентной ставки.

Однако, рассмотренные факторы отражают только влияние внутренних факторов на темпы изменения общего уровня цен, поэтому, целесообразно будет также рассмотреть и экзогенную инфляцию, которую можно выразить через цены экспортных и импортных товаров и услуг. Как показал анализ, ни экспортные, ни импортные цены не имеют влияния на внутренний индекс цен (см. приложение 20), что, в очередной раз, подтверждает нерыночный механизм формирования цен в экономике Армении.

Рассмотрим инфляционные эффекты налогово-бюджетной политики Армении, выраженные через косвенные налоги. Как показал регрессионный анализ, между темпами роста косвенных налогов и изменениями в уровне цен существует значительная корреляция (коэффициент корреляции - 0,038, $R^2 = 0.76$, доверительный интервал на 1%-ом уровне) (см. приложение 21).

Таким образом, уравнение инфляции, выраженное через чистые косвенные налоги будет выглядеть следующим образом:

$$P = 0.038*NT + 1.65 + 3.06*D1 - 6.95*D3 \quad [7]$$

где

NT – чистые косвенные налоги.

Коэффициент эластичности уровня цен к темпам изменений чистых косвенных налогов указывает на степень влияния последних на изменения инфляции в экономике. Поэтому, согласованность фискальной и монетарной политики становится необходимой.

Обобщив результаты проведенных исследований, разграничим рассмотренные переменные трансмиссионного механизма на подгруппы в зависимости от управляемости или неуправляемости со стороны органов финансовой политики. Как мы можем видеть в таблице 22, основными источниками влияния на инфляционные процессы со стороны органов финансовой политики являются денежные агрегаты, резервная ставка, а также номинальная процентная ставка. Однако, темпы изменений инфляции в Армении, в большей степени обусловлены темпами изменений обменного курса национальной валюты, о чем свидетельствует наибольший коэффициент эластичности при переменной валютного курса (0,36).

Таблица 25. Функциональное представление переменных трансмиссионного механизма.

Переменные, регулируемые ЦБ	Переменные, независимые от ЦБ
$P = -0.17 + 0.12*M1(-2) + 4.2*D1 - 2.88*D3 + [AR(1)=0.55, MA(2)=-0.99, BACKCAST=1995:4]$	$P = 0.038*NT + 1.65 + 3.06*D1 - 6.95*D3$
$P = 0.01 + 0.11*M2(-4) + 6.96*D1 - 5.95*D3 + [AR(4)=-0.49, MA(4)=0.897, BACKCAST=1997:1]$	$P = 0.07* AD (-2) + 0.033$
$P = -0.13 + 0.17*M3(-4) + 5.98*D1 - 6.5*D3 + [AR(1)=0.33, AR(2)=0.38, MA(2)=-0.96, BACKCAST=1996:3]$	$P = 1.07 + 0.07* D (-2) + 0.36* E (-2) + 5.37*D1 - 6.39*D3$
$P = 0.026* R (-2) + 1.29 + 4.06*D1 - 5.58*D3 + [AR(1)=0.42]$	$P = 0.05* DC (-2) + 1.50 + 4.20*D1 - 5.54*D3 + [AR(1)=0.45]$
$P = -0.20* \pi + 1.63 + 4.32*D1 - 5.29*D3$	$P = 0.13* \pi + 1.07 + 4.02*D1 - 4.86*D3 + [AR(1)=0.56]$
	$P = 0.067*H(-2) - 0.41 + 3.03*D1 + [AR(1)=0.35]$
	$P = 0.08*PC(-2) + 0.11$

Следующим шагом в построении эконометрической модели монетарной политики Армении будет изучение влияния колебаний в общем уровне цен на темпы изменений реального ВВП страны (см. приложения 24-30). Проведенный регрессионный анализ был сделан с учетом автокорреляции.

Таблица 26. Функциональная зависимость темпов изменений ВВП от темпов изменений ИПЦ, в зависимости от временного лага.

Временной лаг	Значение	T - статистика	P - значение	Доверительный интервал	Функциональное представление модели ARMA	R-squared	Принятие гипотезы
0	0.038	-0.46	0.65	---	---	0.6	Отвергается
1	-0.13	-1.71	0.09	10%	$Y = -0.13*P(-1) + 108.31 + [AR(1)=0.78]$	0.64	Принимается
2	0.15	1.96	0.06	10%	$Y = 0.15*P(-2) + 108.09 + [AR(1)=0.8]$	0.65	Принимается
3	0.05	0.61	0.55	---	---	0.62	Отвергается
4	-0.11	-1.31	0.19	---	---	0.62	Отвергается

Наблюдения зависимости динамики изменений реального валового продукта от темпов изменений уровня цен показали, что на первом этапе между указанными переменными корреляции не обнаружено. Однако, начиная со второго квартала, изменения цен отражаются на изменениях реального ВВП отрицательным шоком, поскольку коэффициент эластичности при ИПЦ принимает отрицательное значение (-0,13). Затем, наблюдается усиление влияния изменений в уровне цен на динамику реального ВВП и уже через два лага проявляются в положительном шоке (коэффициент эластичности равен 0,15).

Следующим шагом, в построении модели, характеризующей экономику Армении станет попытка с помощью двух простых уравнений открытой экономики выразить экономический рост и инфляцию.

Уравнение экономического роста можно представить следующим образом:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t^y \quad [8]$$

где

Y_t и Y_{t-1} – прирост ВВП в период времени t и $t-1$;

π_t – прирост инфляции в период времени t

π_t^e – ожидания экономических агентов инфляции в период времени t ,

сформировавшиеся в период времени $t-1$;

α, β - коэффициенты эластичности;

ε_t^y – случайные шоки.

Результаты регрессионного анализа позволили выявить коэффициенты эластичности при рассмотренных переменных (см. таблицу 24). В качестве ожиданий экономических агентов инфляции в период времени t был использован показатель индекса потребительских цен в период времени $t-1$. В связи с тем, что, как было доказано в предыдущем разделе, канал инфляционных ожиданий не имеет эффекта в трансмиссионном механизме, результаты эластичности разницы прироста инфляции и ее ожиданий по отношению к реальному продукту могут в некоторой степени считаться условными (см. приложение 32).

Таблица 27. Коэффициенты регрессионной модели темпов изменений ВВП.

Переменная	Значение	T – статистика	P - значение	Доверительный интервал	R-squared
Y_{t-1}	0.82	7.80	0,00	1%	0.65
$\pi_t - \pi_t^e$	0.14	2.02	0.05	5%	

Графический анализ позволяет проверить полученные коэффициенты уравнения на достоверность результатов. Как мы можем видеть на рисунке 81, полученный прогноз темпов изменений реального роста незначительно отличается от фактического значения, что позволяет считать полученную модель достоверной.

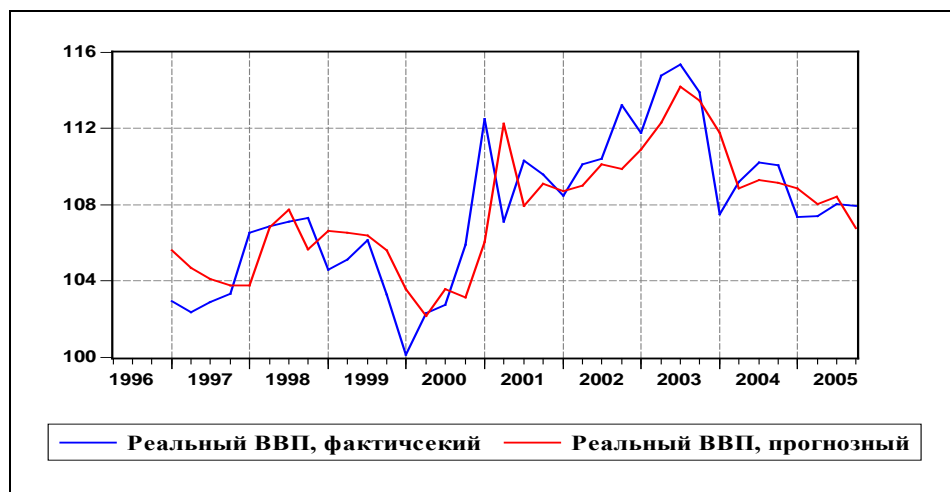


Рис. 78. Фактическое и прогнозное значение реального ВВП.

Добавим уравнение трансмиссионного механизма экономики Армении, полученное в предыдущем параграфе и получим следующую систему уравнений, характеризующих экономику в упрощенном виде:

$$\begin{aligned}
 Y_t &= 0.82 * Y_{t-1} + 0.14 * (\pi_t - \pi_t^e)(-2) + 19.48 \\
 P &= 0.12 * M1(-2) + 0.11 * M2(-4) + 0.17 * M3(-4) + 0.026 * R(-2) + \\
 & 0.07 * AD(-2) + 0.07 * D(-2) + 0.36 * E(-2) + 0.05 * DC(-2) \quad [9] \\
 & + 0.13 * \pi - 0.20 * \pi_n + 0.067 * H(-2) + 0.08 * PC(-2) + \mathcal{V}
 \end{aligned}$$

\mathcal{V} – случайные шоки.

Основные каналы трансмиссии д.к.п. Армении, посредством которых органы финансовой политики имеют возможность передавать импульсы в реальный сектор, представлены на рисунке 79.

В первую очередь это валютный канал, то есть с помощью валютных интервенций, органы финансовой политики могут в определенной степени воздействовать на уровень инфляции. Монетарный канал позволяет посредством регулирования денежных агрегатов снижать инфляционное давление. Наконец канал процентной ставки, в некоторой степени, позволяет органам финансовой политики достигать целевого ориентира – установленного уровня инфляции.

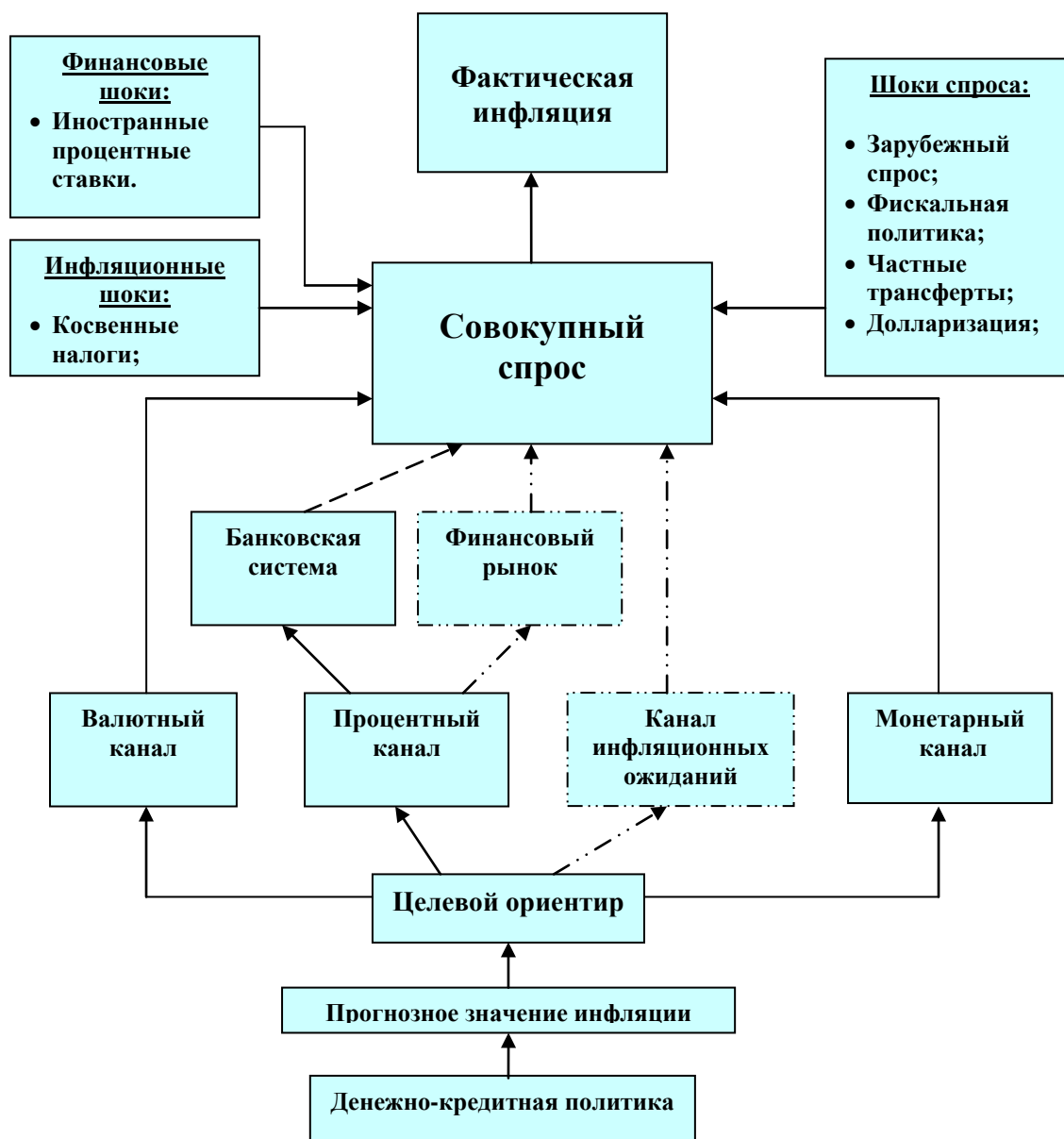


Рис. 79. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении²⁰⁷.

Обратим внимание, что канал процентной ставки в Армении работает только с точки зрения банковской системы. Следовательно: во-первых - необходимо развивать связующие звенья между банковской системой и реальным сектором; а во-вторых – развивать другие, небанковские институты финансового посредничества. Наряду с этим, канал инфляционных ожиданий не обладает сильным эффектом на реальный сектор, что становится серьезным препятствием на пути эффективной политики ТИ. Таким образом, возможности органов финансовой политики в реализации поставленной задачи ограничены действием только двух каналов трансмиссии. В идеале же, задавая на основе прогнозного значения, целевой ориентир монетарной политики, органы финансовой

²⁰⁷ Примечание: пунктиром обозначены еще не сформировавшиеся трансмиссионные каналы.

политики, используя процентную ставку, воздействуют на совокупное предложение, достигают фактической инфляции, приближенной к заданному номинальному якорю.

Поскольку, из всех рассмотренных детерминантов, имеющих влияние на уровень цен в Армении, коэффициент обменного курса имеет наибольшее значение, нам представляется возможным определить некий коридор, в рамках которого колебания валютного курса, приведут к изменению в уровня цен в горизонте от 0 до 3%. Такой интервал изменений общего уровня цен был выбран в соответствии с целевыми показателя денежных властей Армении на ближайшую перспективу.

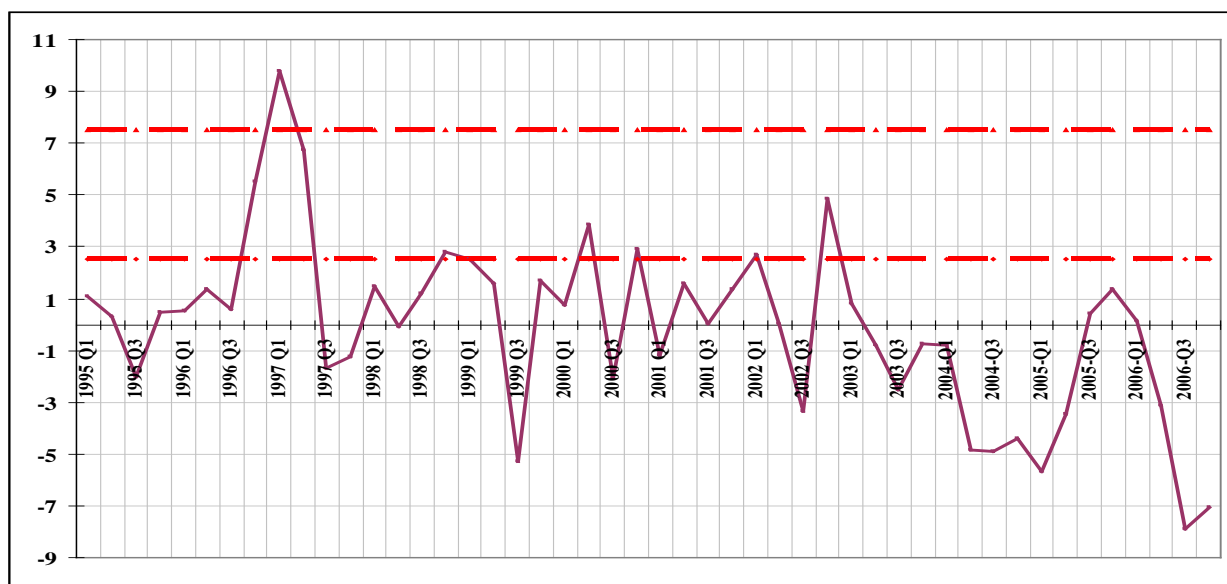


Рис. 80. Поквартальные изменения обменного курса (драм/доллар) и возможный коридор колебаний (2,5-7,5).

Коридор, в пределах 2,5 – 7,5 %-х изменений валютного курса, позволил бы денежным властям Армении удерживать уровень инфляции в интервале от 0 до 3%. Как показывает графический анализ, реальные колебания обменного курса национальной валюты за последние десять лет практически выпадают за рамки установленного коридора. Учитывая, что основным инструментом денежных властей, имеющимся в наличии являются валютные интервенции, а также тот факт, что с 2006 года денежно-кредитная политика Армении представлена политикой таргетирования инфляции, представляется целесообразным установить, помимо основного целевого ориентира, выраженного установленным уровнем цен, также и промежуточную цель – колебания валютного курса в пределах от 2,5 до 7,5 %-х изменений.

В случае если денежные власти станут придерживаться горизонта таргетирования в пределах $3 \pm 1,5$, то будущий валютный коридор будет равен коридору от 3,75 до 11,25% допустимых колебаний обменного курса.

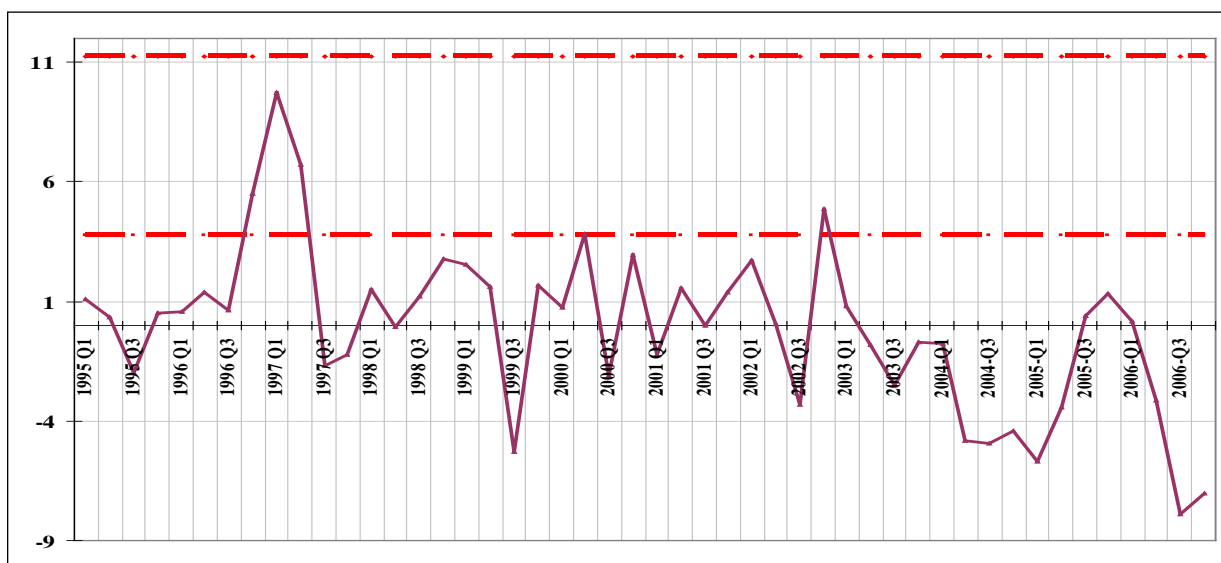


Рис. 81. Поквартальные изменения обменного курса (драм/доллар) и возможный коридор колебаний (3,75-11,25).

Как мы можем видеть на представленных рисунках, фактическая амплитуда колебаний обменного курса национальной валюты имеет намного больший размах, и отличается менее стабильной динамикой. Более того, значительно снижение обменного курса драма и нестабильное поведение прямо противоречит необходимым условиям для достижения стабильной и низкой инфляции. Таким образом, предложенный коридор позволил бы денежным властям удерживать инфляционный ориентир в установленных пределах, и вместе с тем, избежать резких колебаний валютного курса, негативно отражающихся на всей экономике в целом. Добавим к этому, что установление коридора валютного курса, в виде «ползучей привязки», помимо всего прочего позволил бы добиться повышения уровня доверия со стороны общественности к проводимой монетарной политике, вследствие чего в последствии это даст возможность отказаться от временной меры – жесткого контроля валютного курса в пределах коридора.

Мировой опыт развивающихся стран, решивших осуществить переход на таргетирование инфляции, показывает, что далеко не все страны смогли себе позволить полностью свободно плавающий валютный курс, особенно в условиях, когда у денежных властей отсутствовали основные инструменты влияния на реальный сектор. Примеры Чили и Израиля отражают необходимость в некоторой степени отойти от «чистого таргетирования инфляции», и внести в реализуемую модель определенные элементы

контроля над валютным курсом, например «ползучая привязка». Добавим, что в настоящее время, денежные власти Армении, не обладающие достаточным доверием со стороны общественности, рискуют еще больше усугубить положение дел полным отказом от ответственности за обменный курс национальной валюты. Отметим также, что предложенная мера определенного контроля колебаний валютного курса предполагает носить временный характер.

Таблица 28. Возможные темпы реального экономического роста с учетом целевого ориентира инфляции.

	Сценарий 1.	Сценарий 2.	Сценарий 3.	Сценарий 4.
Уровень инфляции	0	1,5	3	4,5
Темпы роста реального ВВП	0	5,1	5,3	5,5

Наряду с этим, имея уравнение реального валового выпуска, мы имеем возможность, используя горизонт инфляционного ориентира денежных властей Армении, оценить потенциальный рост с учетом предыдущего периода.

Темп роста реального ВВП в 2006 году в Армении был оценен в 4,9%. Результаты возможного роста, при учете целевых показателей инфляции представлены в таблице 25. Таким образом, горизонт уровня инфляции от 0 до 3 позволит достичь роста реального валового выпуска от 0 до 5,3%, а горизонт таргетирования от 1,5 до 4,5 – рост ВВП – от 5,1 до 5,5%.

Таким образом, в сложившихся экономических условиях будет целесообразно в качестве временной меры осуществлять определенный контроль над колебаниями валютного курса со стороны органов финансовой политики.

Выводы и рекомендации

Основной целью исследования стало изучение необходимых условий, предпосылок, проблем и перспектив, связанных с переходом на режим таргетирования инфляции в странах с переходной экономикой, а также выявление особенностей перехода на режим таргетирования инфляции в Республике Армении.

Результатом теоретического и эмпирического обзора проблематики инфляционных процессов в экономике, с точки зрения достижения оптимального долгосрочного экономического роста и, вместе с тем существующих режимов д.к.п., а также исследования и анализа монетарной политики Армении за прошедший период и ее перспективы на будущее, были сделаны следующие выводы и предложения:

I. Обзор теоретических и эмпирических исследований на предмет взаимосвязи уровня инфляции и экономического роста, показал, что в целом негативное влияние инфляционного давления на экономику проявляется в долгосрочной перспективе и только в случае превышения общим уровнем цен порогового значения. В краткосрочной перспективе взаимосвязь инфляции и экономического роста варьируется от страны к стране. Вместе с тем, взаимодействие инфляции и экономического роста происходит посредством финансового сектора. Проведенный в работе анализ позволил сделать вывод, о том что политика по развитию институтов финансового посредничества способствует, как обеспечению высоких темпов экономического роста в целом, так и достижению стабильного и низкого уровня цен.

В долгосрочной перспективе уровень цен, безусловно обусловлен денежным предложением, однако, как показали теоретические и эмпирические выкладки многочисленных исследований этой проблематики, в краткосрочной перспективе такая взаимосвязь присуща только странам, не имеющим развитые институты финансового посредничества. В этой связи, в построении моделей монетарной политики органы финансовой политики в большей степени ориентируются на регулировании процентных ставок, чем на контроль над денежными агрегатами. Таким образом, при осуществлении д.к.п., роль финансового сектора выходит на первый план.

Проведенный нами регрессионный анализ показал, что между изменениями уровня инфляции и денежных агрегатов M1 и M2 наличествует сильная корреляция. Однако, влияние изменения денежного агрегата M1 на изменение уровня инфляции сильнее, чем влияние M2. Мы объясняем этот факт тем, что на самом деле, причиной инфляции являются те деньги, которые направляются в потребление, то есть составляют наличность в обращении, и в меньшей степени те деньги, которые могут считаться отложенными,

поскольку M2 как известно, включает среднесрочные вклады населения, а значит включает часть сбережений. Проведенный регрессионный анализ между денежным агрегатом M3 и средним уровнем годовой инфляции по странам показал, что между указанными показателями существует незначительная, причем отрицательная корреляция.

В результате проведенных исследований, автором был сделан вывод о том, что с изменениями денежных агрегатов M1 и M2 пропорционально увеличивается уровень инфляции. Причем, уровень инфляции находится в большей зависимости от M1, чем от M2. Однако, в то же время, изменения в уровне денежного агрегата M3 приводят к обратным изменениям в уровне инфляции. И, если учесть тот факт, что M3 включает в себя помимо M2, еще и долгосрочные финансовые активы, то мы можем заключить, что чем выше доля таких активов в экономике, тем меньшими темпами растет инфляция.

Проведенный в работе анализ позволил сделать вывод о том, что если существует высокая корреляция между уровнем монетизации и уровнем капитализации и, в то же время повышение уровня монетизации обусловлено увеличением сбережений, которые, в свою очередь, коррелируют с уровнем капитализации, то все это говорит о возможности достижения неинфляционного повышения уровня монетизации при наличии развитого финансового рынка, который в свою очередь станет стимулом для более высоких темпов экономического роста.

II. С точки зрения эффективности, а также с учетом реалий современной экономической теории и многочисленного опыта стран мира в осуществлении различных режимов денежно-кредитной политики, проведенные в работе исследования показали:

II.1. Политика фиксированного курса или различные вариации по таргетированию обменного курса эффективны только как временная и стабилизационная мера на начальном этапе перехода на рыночную экономику. В дальнейшем негативные последствия осуществления такой политики намного превышают положительные эффекты. Потеря автономности денежно-кредитной политики лишает ее гибкости по отношению к внутренним шокам, делает уязвимой экономику к внешним шокам и, как показал опыт многих стран, в результате даже самые успешные примеры таргетирования обменного курса отказываются от такой политики и переходят на режим ТИ.

Проведенный нами анализ показал, что не всегда страна, применяющая политику фиксированного обменного курса, или его разновидность политику «коридора» отличается низким уровнем инфляции. 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, и изменение валютного курса страны в

большей степени отражается на инфляции, чем в случаях применения других валютных режимов. В таких странах также наличествует положительная связь между колебаниями валютного курса и инфляцией, однако, в меньшей степени.

Исследования, сделанные в работе позволили сделать вывод о том, что политика фиксированного обменного курса в настоящее время уступает по эффективности режиму инфляционного таргетирования.

II.2. 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 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. На ряду с этим, применение таргетирования денежных агрегатов в странах с переходной экономикой затрудняется отсутствием достаточного инструментария у ЦБ для регулирования денежного предложения.

Проведенные в работе исследования показали, что корреляция денежных агрегатов и уровня инфляции проявляется с достаточно большим лагом, что не позволяет органам финансовой политики отвечать на возникающие шоки в экономике в краткосрочном периоде, а значит – проводить гибкую монетарную политику и достигать поставленных целей. В этой связи таргетирование денежного предложения становится неэффективным с точки зрения обеспечения стабильного и низкого уровня цен, поскольку спрос на деньги не стабилен и трудно поддается прогнозам (последний фактор еще более усугубляется в развивающихся странах). Добавим к этому, что в долгосрочной перспективе таргетирование денежных агрегатов способно привести к падению совокупного выпуска и росту процентных ставок.

Обобщив в целом рассмотренный опыт стран, а также теоретические и эмпирические выкладки по поводу таргетирования денежных агрегатов, сложившихся в мире, можно сказать, что 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%».

II. III. В настоящее время политика таргетирования инфляции наиболее оптимальный вариант осуществления денежно-кредитной политики. Проведенный в работе анализ позволил сделать вывод о том, 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 таргетирование инфляции, как правило, ниже, чем в странах, практикующих иной режим д.к.п. Страны, применяющие политику инфляционного таргетирования отличаются более развитыми финансовыми рынками. Уровень капитализации в странах, применяющих политику инфляционного таргетирования почти в два раза выше, чем в странах осуществляющих иную модель денежно-кредитной политики. Такая же картина наблюдается по доле совокупных кредитов в ВВП. В странах, осуществляющих политику инфляционного таргетирования, эта доля намного выше, чем в странах, применяющих иной режим монетарной политики.

Кроме, того, проведенный нами регрессионный анализ показал, что в тех странах, которые практикуют применение режима инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике, инфляция меньше подвержена влиянию колебаний валютного курса, чем в тех странах, которые реализуют другие режимы денежно-кредитной политики.

Вместе с тем, страны, осуществляющие политику инфляционного таргетирования отличаются более высоким уровнем монетизации. В целом по странам, не применяющим инфляционное таргетирование 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 режим инфляционного таргетирования, отличается достаточно стабильной тенденцией роста. Вместе с тем, отметим, что показатель финансовой глубины в среднем по странам, применяющим инфляционного таргетирования значительно выше, чем в странах, применяющих иной режим денежно-кредитной политики.

Отметим, что страны, которые практикуют инфляционное таргетирование в целом отличаются более высокими темпами экономического развития, чем страны, осуществляющие другую политику денежно-кредитного регулирования. Если говорить о более качественном показателе экономического развития, то еще одним, немаловажным фактом успешности режима инфляционного таргетирования являются показатели уровня

подушевного дохода в зависимости от применения или неприменения этого режима в денежно-кредитной политике страны. Страны, применяющие инфляционное таргетирование, обладают более высоким подушевым доходом, чем страны, использующие в монетарной политике иной режим.

Как показывает опыт многих стран, а также мировые тенденции в области монетарной политики, наиболее оптимальным режимом денежно-кредитной политики можно считать политику инфляционного таргетирования, причем не только с точки зрения достижения стабильного и низкого уровня цен, но и долгосрочного экономического роста, а также других макроэкономических показателей экономики.

III. В результате анализа денежно-кредитной политики Армении за 1991 по 2005гг. мы пришли к выводу, что экономика Армении по основным показателям экономического развития, а также развитости финансовой системы находится на достаточно низком уровне. Несмотря на некоторое повышение уровня подушевного дохода, показатели капитализации (1.0 в среднем за 1998-2005гг.) и уровня монетизированности (12.0 в среднем за 1998-2005гг.) экономики еще далеки от высоких. Проведенный анализ позволил заключить, что экономика Армении характеризуется неразвитостью институтов финансового посредничества и низким уровнем монетизации. В последние годы в экономике Армении, наблюдаются сильные колебания и резкое укрепление курса национальной валюты, нестабильность инфляционных ожиданий. В работе показано, что начиная с 2002-2003гг. эффективность монетарной политики в достижении целевых показателей значительно ухудшилась и погрешность попадания составляла довольно большие значения.

Проведенный анализ показал, что политика таргетирования денежных агрегатов потеряла свою эффективность, в связи с чем, органами финансовой политики Армении было принято решение о переходе на режим инфляционного таргетирования. С начала 2006 года, основной целью Центрального банка Армении стало обеспечение показателя инфляции в размере максимум 3%, как целевого ориентира политики ТИ.

IV. В работе был проведен анализ транмиссионного механизма денежно-кредитной политики Армении.

По состоянию на 2005 год капитализация фондового рынка Армении составила 0,87% от ВВП страны что, во-первых, несмотря на некоторое увеличение, говорит о низкой развитости финансового рынка, а во-вторых, о том, что экономику РА можно причислить к банковской финансовой системе. Таким образом, воздействие процентной ставки на реальный сектор должно происходить через банковскую систему. Однако, как показали исследования, доля участия банковского сектора в реальном незначительна.

Исследования показали наличие только трех действующих каналов трансмиссии: валютный канал, процентный канал и монетарный канал. Наиболее значимым относительно воздействия на темпы изменения цен оказался канал обменного курса (коэффициент эластичности – 0,36, временной лаг воздействия - два квартала). Было доказано, что динамика изменения уровня цен в экономике Армении, помимо колебаний валютного курса обусловлена также изменениями в денежном предложении (коэффициент эластичности M1, M2 и M2X – 0,12 (временной лаг воздействия - два квартала); 0,11 (временной лаг воздействия - четыре квартала); 0,17 (временной лаг воздействия - четыре квартала соответственно). Этот факт, по сути, является еще одним подтверждением того, что финансовый сектор экономики практически не задействован в экономических процессах. Был рассмотрен также канал процентной ставки. Однако, как показал регрессионный и графический анализ, темпы изменений процентной ставки не сильно сказываются на темпах изменения уровня инфляции (коэффициент эластичности – (-0,2)). Однако, в отличие от других рассмотренных каналов, временной лаг воздействия отсутствует, что говорит о том, что изменения в процентной ставке в этом же периоде сказываются на изменениях в темпах уровня цен. Наконец наличие канала инфляционных ожиданий в трансмиссионном механизме монетарной политики Армении обнаружено не было. Таким образом, органы финансовой политики Армении лишены одного из самых действенных инструментов политики таргетирования инфляции. Результатом проведенных эконометрических исследований, в работе получена система уравнений, характеризующих трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении.

V. Поскольку, переход на режим таргетирования инфляции, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), которые позволили бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты и контролировать уровень цен на заданном уровне, можно считать лишь формальным, в работе был проведен анализ на предмет наличия в экономике Армении необходимых предпосылок для осуществления политики таргетирования инфляции.

Проведенный анализ показал, что прозрачность денежно-кредитной политики Армении не может считаться достаточной, особенно если речь идет об открытости экономической. Одним из недостатков и препятствий эффективному осуществлению политики таргетирования инфляции целесообразно считать недостоверность и неточность статистической информации, а также практическое отсутствие каких-либо аналитических исследований национальной экономики со стороны независимых экспертов.

В качестве рекомендации, отметим, что для преодоления недостоверности и закрытости статистической информации необходимо пересмотреть основы деятельности статистических служб, как на законодательном, так и на исполнительном уровне.

Обязательным условием реализации режима таргетирования инфляции считают независимость Центрального банка страны. Согласно расчетам, проделанным в работе, по индексу Цукермана степень независимости органов финансовой политики Армении составляет 0,649. Общий GMT-индекса в Армении равен 11 балам из 16 возможных (политическая независимость - 5 баллов из 9 возможных; экономическая независимость - 5 баллов из 7 возможных).

В качестве таргетируемого показателя в Армении был установлен общий уровень цен, выраженный индексом потребительских цен на уровне 3%. Вместе с тем, множество проведенных эмпирических исследований оптимального уровня цен для развивающейся экономики выявили, что наиболее подходящим уровнем инфляции для стран с экономикой переходного периода можно считать 8-10%. По видимому, выводы по поводу порогового значения инфляции для развивающихся стран следует учесть в установлении целевого ориентира. Однако, добавим, что органы финансовой политики, решившие «отпустить» уровень инфляции до какого то порогового значения, должны в полной мере обладать всем необходимым инструментарием для его управления, то есть ЦБ должен быть в состоянии управлять установленным целевым ориентиром на 100%.

Горизонтом таргетирования в Армении был установлен год. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процессов. Поэтому, реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей денежно-кредитной политике.

Одним из основных факторов, обеспечивающих успешность инфляционного таргетирования можно считать наличие модели экономики страны, выраженной системой уравнений. В ходе проведенного эконометрического анализа в работе была получена система уравнений характеризующих экономику РА в упрощенном виде.

Поскольку высокий уровень долларизации экономики и непредсказуемые колебания валютного курса становятся серьезным препятствием для ЦБ при достижении целевого ориентира инфляции и как показал проведенный анализ в наибольшей степени отражаются на изменениях в уровне цен, мы считаем целесообразным введение в

валютную политику некоторых элементов регулирования (фиксинга), в качестве временной стабилизационной меры.

Обобщая все выше сказанное отметим:

С целью обеспечения большей прозрачности проводимой монетарной политики, необходимо раскрытие информации относительно как используемых моделях, так и методики расчета макроэкономических показателей, в частности ИПЦ. И наряду с этим, в оценке состояния национальной экономике целесообразно привлечение независимых аналитических служб.

Законодательное ужесточение степени ответственности органов финансовой политики за проводимую политику позволит достичь лучших результатов в достижении целевого ориентира монетарной политики.

С целью увеличения степени независимости ЦБ РА целесообразно ужесточение ограничений в законодательстве по финансированию государственного бюджета. Необходимы меры по координации и согласованию осуществления монетарных и фискальных политик. Наконец, необходимо пересмотреть вопрос о надзорной функции органов финансовой политики, поскольку, являясь мегарегулятором финансового сектора, ЦБ неизбежно столкнется с проблемой конфликта интересов.

Наконец, развитие институтов кредитования реального сектора как посредством банковского сектора, так и финансового рынка, позволит ЦБ использовать в качестве основного инструмента монетарной политики канал процентной ставки, воздействие которого в отличие от всех других трансмиссионных каналов, на изменения уровня цен происходит без временного лага, а значит позволяет органам финансовой политики строить эффективные прогнозные модели.

Список использованной литературы

I. Научные статьи и книги.

1. Ազարյան Անաստաս Արսենի «Տնտեսական աճի և բարեկեցության հարաբերության հիմնախնդիրը և զարգացման միտումները ՀՀ» Ատեն. տնտ. գիտ.թեկնածու ն./08.00.01 181 – էջ Երևան 2004
2. Ղահրամանյան Հ., «Գնաճի կառավարման և դրսևորման առանձնահատկությունները Հայաստանի Հանրապետությունում», Բանբեր Երևանի համալսարանի, Երևանի համալսարանի հրատարակչություն, Երևան 1999, թիվ 3, էջ 127-133:
3. Ղահրամանյան Հ., «Սղաճի «մարդկային» կողմը», Рынок капитала в Армении, аналитический журнал, թիվ 11,12 (117, 118), հունիս 2003 թ., էջ 3-6:
4. Ղահրամանյան Հ., «Սղաճի կարգավորման արդի ռեժիմները», Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, թիվ 10,11(30,31), օգոստոս-սեպտեմբեր 2003 թ, էջ 102-111:
5. Հարությունյան Վլադիմիր Լիպարիտի «Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը և նրա հիմնահարցերը ՀՀ» ն. /08.00.03 (դոկտորական) Երևան 2004
6. Սալնազարյան Աշոտ Բորիսի «Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործարարությունները և արդյունավետությունը / /ՀՀ օրինակով/» /08.00.03 (դոկտորական) Երևան 2003
7. Барро Р. «Инфляция и экономический рост», Квартальный бюллетень Банка Англии, май, 1995 г.
8. Восканян М.А. «Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования». Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (7), «Энциклопедия - Арменика», Ереван, 2007, 184-193 ст., (0, 6 п.л.).
9. Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акопян Л.М. «Развитие финансового рынка как фактор неинфляционной монетизации экономики». Сборник научных статей, издательство РАУ, Ереван, 2007, 94-100 ст., (0,4 п.л.);
10. Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акопян Л.М. «Глубина финансового сектора как механизм снижения инфляционного давления на экономику». Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия - Арменика», Ереван, 2007, 152-165 ст., (0,8 п.л.);

11. Дробышевский С. (руководитель проекта), Пономаренко С., Изряднова Т., Усик А., Циканова, Институт экономики переходного периода, Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой, Москва, 2004, С.- 82
12. Дробышевский С., Козловская А., Левченко Д., Пономаренко С., Трунин П., Четвериков С., Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках. Москва, июль, 2003г. С.-227
13. Кадочников П.А., Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального обменного курса, Москва, Май 2001 г., ст.15-16
14. Карачадаг Ч., Дуттагупта Р., Фернандес Г.и Ишии Ш., От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу. Финансы & развитие декабрь 2004.
15. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: ГИ Иностранной литературы, 1949. 370 - С.
16. Левченко Д.В., Таргетирование инфляции: международный опыт и Россия. А.А. Хандруев (общ. рук-во), Москва, 2000, 53 - С.
17. Лопатников Л.И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Дело, 2003. 520 с. 3.
18. Моисеев С.Р., Взлет и падение монетаризма, «Вопросы экономики №9, 2002, ст.92-104
19. Моисеев С.Р., «Денежно-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. Москва . Экономисъ.2005. – 652 – С.
20. Моисеев С., «Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы». «Вопросы экономики» №9, 2000. ст. 88-105.
21. Моисеев С.Р., Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, Финансы и кредит. №18, 2002, ст.38-51
22. Мэнкью Н.Г.. Принципы макроэкономики. 2-е изд./ Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2004. – 576 с.: ил. – (серия «Учебник для вузов»). – 371 – С.
23. Полтерович В.М., Записка в правительство РФ, 2 апреля 2006 г. «Снижение инфляции не должно быть главной целью экономической политики правительства России».
24. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям // Вопросы экономики.1996. № 12. ст. 140-151.
25. Сандоян Э.М., Восканян М.А. «Режим таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике стран с переходной экономикой». Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем», издательство РАУ, Ереван, 2007, 178-192стр., (0,95 п.л.);

26. Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г., Выбор оптимальной денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой // Экономика и финансы 2005, № 4-5 (52-53), сс. 98-105. (На армянском языке).
27. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р., ЭКОНОМИКА, Москва, ДЕЛЮ, 2002, 864 - С.
28. Фридмен М., Количественная теория денег. Пер. с англ. (Серия: Экономика и портреты.) М.: Эльф пресс, 1996. 131- С.
29. Allen, Mark, and others “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis,” IMF Working Paper, 2002. — 02/210 (Washington: International Monetary Fund) P.-34.
30. Andras Rezessy “Estimating the immediate impact of monetary policy shocks on the exchange rate”, Magyar Nemzeti Bank, Occasional Papers, 2005/38, P.- 35.
31. Aninat E. “Chile in the 1990s: Embracing Development Opportunities”, Finance & Development, March 2000, Volume 37, Number 1. p. 19-21.
32. Ball, L and G. Mankiw. Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks, Quarterly Journal of Economics, 1995, pp.161-193.
33. Balassa B. The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal // Journal of Political Economy, 1964. — № 72. — P. 584—596.
34. Barro, Robert J.,1995,“Inflation and Economic Growth”, Bank of England Quarterly Bulletin, pp.166-76
35. Batini, N., Kuttner, K. and Laxton, D. Does Inflation Targeting Work in Emerging markets? In IMF, World Economic Outlook, September, 2005. Chapter 4, P.-26
36. Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loyaza, 2000, “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes,” Journal of Monetary Economics, forthcoming.
37. Bencivenga, Valerie R., and Bruce D. Smith,1991, “Financial Intermediation and Endogenous Growth,” Review of Economic Studies, Vol.58, pp.195-209.
38. Berg A., E. Borenstein (2000) "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", IMF Working Paper, 29.p, 176 - p 183.
39. Berk, Jan M. Consumer inflation expectations and monetary policy in Europe. DNB-Staff Reports, De Nederlandsche Bank, 2000.
40. 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.
41. Bogdanski J., Tombini A., Werlang S. “Implementing Inflation Targeting in Brazil”, <http://www.bcb.gov.br/ingles/public/inflationtarget.pdf>
42. Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996.

43. Boyd, John H., Sangmok Choi, and Bruce D. Smith. Inflation, Financial Markets, and Capital Formation, *Federal Bank of St. Louis Review*, Vol.11, May/June 1996.
44. Bruno M., Easterly W. "Inflation Crises and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 41, no.1 (February 1998): pp. 3-26.
45. Bullard, James, and John Keating,1995,"The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies," *Journal of Monetary Economics*, Vol.36, pp.477-96.
46. Bubula A/ and Otker-Robe I, *The Evolution of Exchange Rate Since 1990: Evidence From De Facto Policiec// IMF Working Paper, № 155. 2002.*
47. Carare, A., Schaechter, A., Stone, M. and Zelmer, M. *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. IMF Working Paper, 2002. — WP/02/102.— June.*
48. Cecchetti S. *Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism // NBER Working Paper 7151. Cambridge: NBER, 1999.*
49. Chami R., Cosimano T., Fullenkamp S. *The Stock Market Channel of Monetary Policy // IMF Working Paper № 22. Washington: IMF, 1999.*
50. Coats, W., Laxton, D. and Rose, D. *The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System, Prague: CNB, 2003.*
51. Coats, W. (2000) *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of he Czech Republic*, ed. by. CNB and IMF.
52. Cooper, R. (1999) *Exchange Rate Choices*, mimeo. Harvard University.
53. Cukierman A., *The Economics of Central Banking*, in: Holger W. (ed.), *Macroeconomic Policy and Financial Systems, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association*, The Macmillan Press, 1996.
54. 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.*
55. Eichengreen B. *Monetary Regime Transformations. — New York: Oxford University Press. 1991. 86 p.*
56. Eichengreen, B. and R. Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility," Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City conference on Issues in Monetary Policy, Jackson Hole, Wyoming, 27—29 August, 1999.
57. English W. *Inflation and Financial Sector Size // Journal of Monetary Economics, 1999. - Vol. 44, pp. 379-400.*
58. Fridmen M., Shwarc A.. *A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton, N.Y. 1963*

59. Ghosh, A. & Phillips, S. (1998). Inflation, Disinflation and Growth. IMF Working Paper WP/98/68 (Washington, DC: International Monetary Fund).
60. Gillman, M. and M.N. Harris (2004). Inflation, Financial Development and Growth in Transition Countries. Monash University, Australia, Working Paper 23/04, November.
61. Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic, 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp.1076-1107.
62. Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, «Economic Policy», No. 13, 1991.
63. Gurley, John G., and Edward S. Shaw. Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review*, vol. 65, 1955. p. 521
64. Horvath, C., Kreko, J., Naszodi, A. "Interest rate pass-through in Hungary", MNB Working Paper, 2004. № 8.
65. Huang, A., Margaritis, D. and Mayes, D. Monetary policy rules in practice: evidence from New Zealand, *Multinational Finance Journal*, 2001. — № 5(3). — P. 175—200.
66. Khan, Mohsin S., and Abdelhak Senhadji, 2000a, "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth," IMF Working Paper WP/00/110; IMF Staff Papers, forthcoming.
67. Khan, Mohsin S., Abdelhak Senhadji, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Depth, IMF Working Paper WP/01/44.
68. King, Robert G., and Ross Levine, 1993a, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, pp.717-38.
69. King M. "The Inflation Target Five Years on" Lecture delivered at the LSE, 29.10.97
70. Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies. – Kyiv: National University of Kyiv-Mohyla Academy, 2002.
71. Kumhof, M. Inflation Targeting under Imperfect Credibility. Stanford University Working Paper. 2000.
72. Kuttner K.N., P.C. Mosser. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions // Federal Reserve Bank of New York, *Economic Review*, 2002. — № 8 (1). — P. 15—24.
73. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo Leone, and Sergio Werlang, Central Bank of Brazil Research Department "Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil/" *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*", IMF, 2000
74. Mayes, D. G. and Tarkka, J. Transparency in European central banks: the role of forecasts, *Current Politics and Economics of Europe*, 2002. — № 11(3). — P. 245—270.

75. Melike Altinkemer , Importance of Base Money Even When Inflation Targeting March 2004
76. Mervyn King, Deputy Governor, “No money, no inflation – the role of money in the economy”. Bank of England by Zvi Eckstein. Paris, March 13, 2002, 23 p.
77. 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. , pp 15–45.
78. Mishkin, F. S. (2000) “Inflation targeting in Emerging Market Countries”, NBER 7618.
79. Mishkin, F. S. (1998) “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 648.
80. Mishkin, F. “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism” // *Journal of Economic Perspectives*, 1995. № 9. pp. 3—10.
81. Mishkin F. *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy* // National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper, 2001. — № 8617. — 23 p.
82. Orphanides A. and Solow R. Money, Inflation and Growth. In Friedman B. and Kahn F. (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, 1990, pp. 223-261.
83. Orphanides, A. Monetary policy rules based on real time data, *American Economic Review*, 2001. — № 91(4). — pp. 964—985.
84. Rigobon, R., Sack, B. “The impact of monetary policy on asset prices”, *Journal of Monetary Economics*, 2004. № 51.
85. Sachs, J. (1996) “Economic Transition and *American Economic Review*, 86, pp.147–152.
86. Sahay, R., C. Vegh (1995) “Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications”, IMF Working paper, 95/96.
87. Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Papers*, 43, pp.199-215.
88. Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, pp. 191-207.
89. Skorepa, M. and Kotlarn, V. Inflation targeting: To forecast or to simulate? Prague, CNB Research and Policy Notes, № 1/2003. — January.
90. Smidkova, K. et al. (1998) “Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997”, CNB Working paper, 2.
91. Smidkova, K. Targeting inflation under uncertainty: Policy makers’ perspective. Prague, CNB Research and Policy Notes, № 2/2003. — April.
92. Stiglitz J.E., (2003). *Globalization and its discontents*. W.W.Norton & Company, New York, London, 288 pp.

93. Stock, J. H. and Watson, M. W. Forecasting inflation, *Journal of Monetary Economics*, 1999. — № 44. — pp. 293—335.
94. Terry J., Money Growth and Inflation: How Long is the Long-Run, *Fitzgerald*, August 1, 1999
95. Tobin, J. “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory” // *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969. № 1. pp. 15—29.
96. Tobin J. Money and Economic Growth // *Econometrica*, 1965. - №33, Vol. 4, pp. 671-684.
97. Vonnak Balazs “Estimating Effect of Hungarian Monetary Policy withing a Structural VAR Framework”, MNB Working Paper, 2005/1.

II. Законы, законодательные и нормативные акты.

98. Закон о Центральном банке Республики Армения.
99. Закон о Центральном банке Республики Казахстан.
100. Закон о Центральном банке Венгрии.
101. Закон о Центральном банке Польши.
102. Закон о Центральном банке Чили.
103. Закон о Центральном банке Бразилии.
104. Закон о Центральном банке Перу.
105. Закон о Центральном банке Южной Кореи.
106. Закон о Центральном банке Индонезии.
107. Закон о Центральном банке Таиланда.
108. Закон о Центральном банке Колумбии.
109. Закон о Центральном банке Филиппины.
110. Закон о Центральном банке Мексики.
111. Закон о Центральном банке Эстонии.
112. Закон о Центральном банке России.
113. Закон о Центральном банке Словении.

III. Статистические и информационные источники.

114. Официальный сайт Национальной Статистической Службы Республики Армения, 2007, www.armstat.am
115. Официальный сайт Национального Банка Республики Казахстан, www.nationalbank.kz
116. Официальный сайт Центрального банка Венгрии, <http://english.mnb.hu>
117. Официальный сайт Центрального банка Польши, www.nbp.pl

118. Официальный сайт Центрального банка Чили, <http://www.bcentral.cl/eng/>
119. Официальный сайт Центрального банка Бразилии, <http://www.bcb.gov.br/>
120. Официальный сайт Центрального банка Перу,
http://www.bcrp.gob.pe/English/Index_eng.htm
121. Официальный сайт Центрального банка Южной Кореи, <http://www.bok.or.kr/index.jsp>
122. Официальный сайт Центрального банка Индонезии, <http://www.bi.go.id/web/en>
123. Официальный сайт Центрального банка Таиланда, <http://www.bot.or.th>
124. Официальный сайт Центрального банка Колумбии, <http://www.banrep.gov.co>
125. Официальный сайт Центрального банка Филиппины, www.bsp.gov.ph/
126. Официальный сайт Центрального банка Мексики, www.banxico.org.mx
127. Официальный сайт Центрального банка Эстонии, <http://www.eestipank.info>
128. Официальный сайт Центрального банка Армении, www.cba.am
129. Официальный сайт Банка России, www.cbr.ru
130. Официальный сайт Института экономики переходного периода, www.iet.ru
131. Официальный сайт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, www.forecast.ru
132. Официальный сайт Центра развития, www.dcente.ru
133. Официальный сайт Института комплексных стратегических исследований,
www.icss.ac.ru
134. World Bank: World Development Indicators, 2007 -
<http://devdata.worldbank.org/dataonline/>
135. United Nations Statistics Division - National Accounts.
136. Доклад о процессе перехода за 2006 год, ЕБРР, 2006г. ст. 33
137. Экономический словарь / Под ред. А.И. Архипова. М.: «Прспект».2001. 620 с.
138. Barnes M. Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth. <http://www.economics.adelaide.edu.au/mbarnes/tpg-294.pdf>
139. Barnes, Michelle L. Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth, <http://www.economics.adelaide.edu.au/mbarnes/tpg-294.pdf>
140. The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies // BIS Working Paper № 3. Basle: BIS, 1998. 545 p.
141. Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic (an article, link to the website of Finance - Czech Journal of Economics and Finance 5-6/2003). 21 p.
142. The Setting of the Inflation Target for 2002–2005, CNB, April 2001. 4 p.

Приложение 1 . Сравнительная характеристика режимов денежно-кредитной политики

<i>Режимы д.к.п.</i>	<i>Общая характеристика и инструменты</i>	<i>Преимущества</i>	<i>Недостатки</i>	<i>Условия выполнения</i>
Таргетирование денежных агрегатов	Основан на положении о том, что существует стабильный долгосрочный спрос на деньги в экономике;	<p>Позволяет правительству отвечать на внутренние шоки экономики;</p> <p>Позволяет избежать ловушки несовместимости времени;</p> <p>Агрегаты денежной массы помогают прогнозировать инфляцию и в среднесрочном периоде (год, два, три, пять лет) исходя из того, что текущий рост денежной массы определяет рост цен в будущем (с учетом прочих немонетарных компонентов инфляции);</p> <p>Дает центральному банку широкие возможности по проведению д.к.п. в соответствие с внутренними потребностями экономики, независимо от внешних шоков;</p> <p>Рынок практически мгновенно получает информацию о текущем положении в денежной сфере, что способствует стабилизации инфляционных ожиданий.</p>	<p>Проблемы при контроле широких денежных агрегатов;</p> <p>Нестабильность спроса на деньги.</p> <p>Невозможность быстрой дефляции</p>	<p>Таргетирование денежных агрегатов должно быть под контролем ЦБ.</p> <p>Должно быть строгое взаимодействие между целью и регулируемой целью.</p> <p>Наличие сильной и устойчивой связи между целевыми ориентирами (инфляция, объем производства, занятость) и динамикой выбранного денежного агрегата;</p>
Таргетирования	Предполагает либо	В краткосрочном периоде	Препятствует проведению	Размер золотовалютных резервов;

обменного курса	фиксирование обменного курса национальной валюты по отношению к валюте страны с низким уровнем инфляции, либо установление горизонтального или наклонного коридора, в пределах которого обменный курс национальной валюты может двигаться свободно.	изменения валютного курса могут влиять на материальное производство и на платежный баланс; В долгосрочном периоде это воздействие может в определенной степени быть нейтрализовано ответным воздействием движения обменного курса (и связанными с ним изменениями в денежно-кредитной обстановке на внутреннем рынке) на внутренний уровень цен;	независимой д.к.п.. Усугубляет несостоятельность неокончательно устоявшихся рынков; Успешные спекулятивные атаки могут привести к всплеску инфляции Приводят к снижению риска для иностранных инвесторов обеспечивая более стабильную стоимость валюты и это может привести к чрезмерному кредитованию. Может ослабить ответственность политиков. Не позволяет акцентировать внимание д.к.п. на внутренних потребностях; Осложняет контроль над денежной массой; Искажает реальную рыночную цену национальной валюты; Зависимость динамики развития экономики от динамики развития экономики страны, к валюте которой привязана национальная валюта;	Высокая доля торговли со страной, к валюте которой осуществляется привязка; Отказ от независимой д.к.п.
ТИ	Выбор типа индекса цен; Постановка цели с точки зрения уровня цен или ставки инфляции; Расчет динамики предстоящей инфляции; Определение инфляционной цели как точечного значения или как диапазона колебаний; Оговорка возможных отклонений от целевых значений или отказ от инфляционного ориентира в случае наступления особых обстоятельств.	Обеспечивает номинальный якорь для д.к.п. инфляционных ожиданий; Позволяет отвечать на экономические шоки и концентрироваться на внутренних вопросах; Большой выбор инструментов проведения д.к.п.; Обеспечивает независимость целей д.к.п.; Прозрачность, ясность и регулярное оповещение общественности о дальнейших действиях органов финансовой	Чрезмерную сосредоточенность на инфляции; Большая вероятность ошибки в прогнозах и частых непопаданиях в цель; Колебания обменного курса необходимые для ТИ могут стать причиной финансовой нестабильности; Считается слишком дискреционным режимом; Характеризуется меньшими сигнально-катализаторными свойствами, чем таргетирование денежных	Независимый центральный банк и доверие ему; Официальное объявление основной целью д.к.п. стабилизацию цен; Свободно плавающий курс; Развитый финансовый рынок и стабильная банковская система; Аналитическо-прогностические разработки (базовая инфляция, механизмы трансмиссии денежной политики и др.); Прозрачная информационная политика; Сбалансированный государственный бюджет (желательно профицит бюджета);

		<p>политики, что обеспечивает ЦБ поддержку со стороны общества;</p> <p>Позволяет избежать конфликта интересов, поскольку основной целью д.к.п. становится не стимулирование высокого уровня занятости или роста производства, а плановое «создание» инфляции;</p> <p>Позволяет принять ранние антиинфляционные меры еще до того, как инфляция даст о себе знать.</p>	<p>агрегатов;</p> <p>В случае применения «жесткого» инфляционного таргетирования, ориентированного на краткосрочный период, когда власти не заботятся о стабилизации ВВП, д.к.п. становится более волатильной;</p> <p>Когда органы финансовой политики придадут некоторый большой вес стабилизации ВВП (т.н. «гибкое» ИТ), то в среднесрочной перспективе д.к.п. также является волатильной; но в долгосрочном периоде она уже становится «осторожной».</p> <p>ИТ в долгосрочном периоде ориентнуруется на экономический рост, д.к.п. приобретает мягкий характер и сглаживает колебания ВВП, однако издержки корректировки отклонений от целевых ориентиров весьма велики.</p>	
--	--	--	---	--

Приложение 2. Распределение стран мира, в зависимости от монетарного и валютного режима.

Распределение стран, в зависимости от режима денежно-кредитной политики				Распределение стран, в зависимости от валютного режима.			
Таргетирование инфляции	Таргетирование обменного курса		Таргетирование денежного предложения	Другие	Фиксированный валютный курс	Плавающий валютный курс	Коридор
Венгрия	Эквадор	Украина	Китай	Австрия	Эстония	Малави	Бангладеш
Чехия	Сальвадор	Туркменистан	Тунис	Бельгия	Болгария	Сигера	Камбоджи
Гватемала	Сан-Марино	Тринидад и Тобаго	Бангладеш	Франция	Литва	Шри-Ланка	Египет
Перу	Тимор	Свазиленд	Камбоджа	Германия	Вануату	Уругвай	Гана
Таиланд	Кирибати	Сейшельские острова	Египет	Греция	Багамские острова	Австралия	Гайана
Австралия	Маршалловы острова	Саудовская Аравия	Гана	Ирландия	Бахрейн	Бразилия	Индонезия
Бразилия	Микронезия	Дания	Гайана	Италия	Бутан	Великобритания	Иран
Канада	Бруней	Боливия	Иран	Люксембург	Кабо-Верде	Канада	Ямайка
Чили	Гонконг	Соломоновы Острова	Ямайка	Нидерланды	Китай	Турция	Маврикий
Колумбия	Сирийская Арабская	Никарагуа	Маврикий	Португалия	Гвинея	Швеция	Мордовия
Исландия	Республика	Коста-Рика	Молдова	Испания	Иордан	Южная Африка	Судан
Израиль	Болгария	Гондурас	Судан	Афганистан,	Кувейт	Польша	Замбия
Корея	Джибути	Антигуа и Барбуда	Суринам	Алжир	Лесото	Филиппины	Чехия
Мексика	Эстония	Доминика	Замбия	Ангола	Македония	Норвегия	Перу
Новая Зеландия	Литва	Гренада	Малави	Бурунди	Новая Зеландия	Новая Зеландия	Таиланд
Норвегия	Панама	Сент-Китс и Невис	Сьерра-Леоне	Гамбия	Корея	Корея	Аргентина
Филиппины	Аруба	Святая Лусия,	Шри-Ланка	Индия	Мальдивы	Мексика	Азербайджан
Польша	Багамские острова	Святой Винсент и	Уругвай	Мавритания	Непал	Исландия	Греция
Южная	Бахрейн	Гренадины	Йемен	Нидерланды	Нидерланды	Израиль	Эфиопия
Швеция	Барбадос	Бенин	Аргентина	Оман	Оман	Гватемала	Грузия
Африка	Белиз	Буркина-Фасо	Азербайджан	Катар	Катар	Колумбия	Гаити
Турция	Бутан	Кот-д'Ивуар	Хорватия	Парагвай	Саудовская Аравия	Албания	Киргизия
Великобритания	Кабо-Верде	Мали	Эфиопия	Румыния	Сейшельские острова	Армения	Кения
Финляндия	Коморские Острова	Нигер	Грузия	Российская Федерация	Свазиленд	Конго	Лаосская Народно-
Индонезия	Эритрея	Сенегал	Гаити	Сан-Томе и Принсипи	Сирийская Арабская	Конго	Демократическая
Казахстан	Гвинея	Того	Кения	Сингапур	Республика	Танзания	Республика
	Ирак	Камерун	Республика Киргизия	Словацкая Республика	Украина	Уганда	Монголия
	Иордан	Центрально-африканская	Лаосская Народно-	Узбекистан	Венесуэла	Доминиканская	Мозамбик
	Кувейт	Республика	Демократическая	Доминиканская	Ботсвана	Республика	Пакистан
	Ливан	Республика Чад	Республика	Республика	Фиджи	Япония	Руанда
	Лесото	Конго	Монголия	Япония	Латвия	Папуа - Новая Гвинея	Вьетнам
	Македония	Экваториальная Гвинея	Мозамбик	Либерия	Мальта	Швейцария	Алжир
	Бывшая Югославская	Габон	Руанда	Сомали	Марокко		Ангола
	Республика	Нидерланды	Сербия и Черногория	Швейцария	Самоа		Бурунди
	Малайзия	Оман	Таджикистан	США			Гамбия
	Мальдивы	Катар	Вьетнам				Индия
	Намибия	Венесуэла	Албания				Казахстан
	Непал	Объединенные Арабские	Армения				Мавритания
	Беларусь	Эмираты	Конго				Мьянма
	Антильские острова		Мадагаскар				Нигерия
			Танзания				Парагвай
			Уганда				Российская Федерация
			Словения				Сингапур
							Словакия
							Тринидад и Тобаго

Приложение 3 . Сравнительная характеристика политики ТИ в странах с экономикой переходного периода и развивающихся странах.

Страна	Венгрия	Чехия	Польша	Казахстан	Чили	Бразилия	Перу	Южная Корея	Индонезия	Тайланд	Колумбия	Филиппины	Мексика
Время введения режима ТИ	07. 2001	2.1997	09. 1998	12.2001	09.1999	07.1999	01.2002	04.1998	05.1999	05.2000	10.1999	01.2001	01.2001
Текущий целевой ориентир по состоянию на 2005г.	4 ±1	1-3%	2,5±1	4,8-6,9	2-4	4,5±2,5	1,5	2,5-3,5	4,5-5,5	4-4,5	3,5-5,5	5-6	3
Горизонт таргетирования	1-2 года	3 года	неопределено	3 года	неопределено	3 года	1-2 года	неопределено	1-2 года	неопределено	неопределено	неопределено	неопределено
Инструмент оценки инфляции	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	ИПЦ, за вычетом 20%--в от отрицательного отклонения и 8% от положительного отклонения.	Очищенный ИПЦ	Очищенный ИПЦ (за вычетом 9 непостоянных составляющих: продовольствие, фрукты и овощи, городской транспорт, что в сумме составляет	Очищенный ИПЦ (за вычетом несерийной сельскохозяйственной продукции и нефтепродуктов)	ИПЦ	Очищенный ИПЦ (за вычетом цен на продукты питания и энергию)	ИПЦ (за вычетом цен на сельскохозяйственную продукцию, общественные услуги и транспорт)	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ

Факторы, учитывающиеся помимо ИПЦ	---	---	---	---				Изменения, вызванные Changes caused by major force		Усеченное среднее (10%)		В случае резкого изменения цен на нефть или экономическом шоке, вызванном ростом предложения на продукты питания.	
Объявление инфляционной цели	Центральный Банк	Центральный Банк	Центральный Банк	Центральный Банк	ЦБ совместно с правительством	Национальный Денежный Совет на основе предложений Министра финансов	Центральный Банк	ЦБ, после согласования с правительством	Центральный Банк	ЦБ, после согласования с правительством	ЦБ совместно с правительством	ЦБ совместно с правительством	Центральный Банк
Публикация отчетов	Ежеквартально	Ежеквартально	Полугодию	Еже-годно	Трижды в год	Ежеквартально	Трижды в год	Еже-годно	Ежеквартально	Ежеквартально	Полугодию	Ежеквартально	Ежеквартально
Публикация прогнозов инфляции	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да
Основной инструмент проведения д.к.п.	Двухне-дельные операции репо	Двухне-дельные операции репо	Операции на Открытом рынке с государственными ценными бумагами и обязательствами, эмитируемыми Национальным банком	Операции на открытом рынке, официальные ставки и перучетные операции с векселями	Операции на открытом рынке, краткосрочные операции репо	Операции на открытом рынке, минимальные резервы коммерческих баков	Операции на открытом рынке, процентные ставки.	Операции на открытом рынке, минимальные резервы коммерческих баков	Операции на открытом рынке, минимальные резервы коммерческих баков	Операции на открытом рынке, минимальные резервы коммерческих баков, однодневные облигации ЦБ.	Операции на открытом рынке, минимальные резервы коммерческих баков	Операции репо; минимальные резервы коммерческих баков	Операции на открытом рынке, минимальные резервы коммерческих баков

Приложение 4. Сравнительная характеристика политики ТИ в развитых странах.

Страна	Австралия	Канада	Исландия	Новая Зеландия	Норвегия	Швеция	Великобритания
Время введения режима ТИ	1993	1991	2001	1991	2001	1993	1992
Текущий целевой ориентир по состоянию на 2005г.	2-3%	1-3%	2.5%	0-2%	2.5% +/- 1%	2% +/- 1%	2.5%
Горизонт таргетирования	неопределено	6-8 кварталов	постоянно	6-8 кварталов	8 кварталов	4-8 кварталов	постоянно
Инструмент оценки инфляции	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Основной ИПЦ	Очищенный ИПЦ
Факторы, учитываемые помимо ИПЦ	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет
Объявление инфляционной цели	Центральный Банк	Председатель Центрального Банка	Центральный Банк	Председатель Центрального Банка	Председатель Центрального Банка	Исполнительный комитет	Комиссия по монетарной политике
Публикация отчетов	Ежеквартально	Ежегодно	Ежеквартально	Ежеквартально	Каждые 4 месяца	Ежеквартально	Ежеквартально
Публикация прогнозов инфляции	да	нет	да	нет	да	да	нет
Основной инструмент проведения д.к.п.	Операции на открытом рынке, Операции репо;	Операции на открытом рынке, Операции репо;	Операции на открытом рынке, Операции репо;	Операции на открытом рынке, Операции репо;	Операции на открытом рынке, Операции репо;	Операции на открытом рынке, Операции репо;	Операции на открытом рынке, Операции репо;

Приложение 5. Связь между ростом уровня цен и номинальной процентной ставкой.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 20:02				
Sample(adjusted): 1997:2 2005:4				
Included observations: 35 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NOM_RATE_GR	-0.201626	0.107860	-1.869328	0.0710
C	1.629621	0.594137	2.742835	0.0100
D1	4.322369	1.022948	4.225406	0.0002
D3	-5.286012	0.982188	-5.381871	0.0000
R-squared	0.707989	Mean dependent var		0.925473
Adjusted R-squared	0.679730	S.D. dependent var		4.245536
S.E. of regression	2.402653	Akaike info criterion		4.698234
Sum squared resid	178.9549	Schwarz criterion		4.875988
Log likelihood	-78.21910	F-statistic		25.05343
Durbin-Watson stat	1.321059	Prob(F-statistic)		0.000000

Приложение 6. Связь между ростом уровня цен и реальной процентной ставкой.

Dependent Variable: CPI_AVER_GF				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 17:59				
Sample(adjusted): 1997:3 2005:4				
Included observations: 34 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 7 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REAL_RATE_GR	0.134079	0.066919	2.003590	0.0545
C	1.075450	0.506511	2.123251	0.0424
D1	4.024561	0.447754	8.988334	0.0000
D3	-4.860379	0.447711	-10.85606	0.0000
AR(1)	0.560153	0.157296	3.561140	0.0013
R-squared	0.908964	Mean dependent var		0.887770
Adjusted R-squared	0.896408	S.D. dependent var		3.834450
S.E. of regression	1.234146	Akaike info criterion		3.393689
Sum squared resid	44.17038	Schwarz criterion		3.618153
Log likelihood	-52.69271	F-statistic		72.38923
Durbin-Watson stat	2.163811	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.56			

Приложение 7. Связь между ростом уровня цен и кредитами коммерческих банков реальному сектору.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 18:10				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 7 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CREDIT_COM_BANKS_GR(-2)	0.001428	0.001465	0.974464	0.3374
C	1.327580	0.690703	1.922072	0.0638
D1	4.595250	0.754503	6.090432	0.0000
D3	-5.425400	0.754827	-7.187606	0.0000
AR(1)	0.389574	0.166827	2.335201	0.0262
R-squared	0.742621	Mean dependent var		1.084635
Adjusted R-squared	0.709411	S.D. dependent var		4.292034
S.E. of regression	2.313679	Akaike info criterion		4.643801
Sum squared resid	165.9464	Schwarz criterion		4.863734
Log likelihood	-78.58842	F-statistic		22.36121
Durbin-Watson stat	1.969738	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.39			

Приложение 8. Связь между ростом уровня цен и расходами домохозяйств.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 18:19				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 9 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
HOUS_GR(-2)	0.067322	0.010312	6.528526	0.0000
C	-0.413384	0.644637	-0.641267	0.5259
D1	3.031094	0.850949	3.562016	0.0012
AR(1)	0.349735	0.169962	2.057720	0.0478
R-squared	0.717170	Mean dependent var		1.084635
Adjusted R-squared	0.690655	S.D. dependent var		4.292034
S.E. of regression	2.387178	Akaike info criterion		4.682540
Sum squared resid	182.3558	Schwarz criterion		4.858487
Log likelihood	-80.28572	F-statistic		27.04742
Durbin-Watson stat	1.938737	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.35			

Приложение 9. Связь между ростом уровня цен и частным потреблением.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 18:23				
Sample(adjusted): 1996:4 2005:4				
Included observations: 37 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PRIV_CONS_GR(-2)	0.083924	0.011697	7.174596	0.0000
C	0.114304	0.469287	0.243570	0.8090
R-squared	0.595258	Mean dependent var		1.094761
Adjusted R-squared	0.583694	S.D. dependent var		4.232451
S.E. of regression	2.730853	Akaike info criterion		4.899644
Sum squared resid	261.0146	Schwarz criterion		4.986720
Log likelihood	-88.64341	F-statistic		51.47482
Durbin-Watson stat	1.612076	Prob(F-statistic)		0.000000

Приложение 10. Связь между темпами изменений уровня цен и совокупными инвестициями.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/10/07 Time: 15:32				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GROS_INVEST_GR(-2)	0.008500	0.006506	1.306384	0.2010
C	0.626218	0.862206	0.726298	0.4731
D1	4.584391	0.739510	6.199225	0.0000
D3	-4.098301	1.228475	-3.336090	0.0022
AR(1)	0.401376	0.165639	2.423202	0.0214
R-squared	0.748496	Mean dependent var		1.084635
Adjusted R-squared	0.716044	S.D. dependent var		4.292034
S.E. of regression	2.287118	Akaike info criterion		4.620708
Sum squared resid	162.1581	Schwarz criterion		4.840641
Log likelihood	-78.17274	F-statistic		23.06466
Durbin-Watson stat	1.980225	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.40			

Приложение 11. Связь между ростом уровня цен, обменного курса и уровня долларизации.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 15:22				
Sample(adjusted): 1996:4 2005:4				
Included observations: 37 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.072270	0.478553	2.240648	0.0321
DOLLARIZ_GR(-2)	0.073309	0.038886	1.885248	0.0685
AMD_USD_GR(-2)	0.363623	0.107534	3.381453	0.0019
D1	5.377920	0.889060	6.048996	0.0000
D3	-6.385703	0.948186	-6.734649	0.0000
R-squared	0.801885	Mean dependent var		1.094761
Adjusted R-squared	0.777120	S.D. dependent var		4.232451
S.E. of regression	1.998147	Akaike info criterion		4.347406
Sum squared resid	127.7629	Schwarz criterion		4.565097
Log likelihood	-75.42700	F-statistic		32.38049
Durbin-Watson stat	1.671520	Prob(F-statistic)		0.000000

Приложение 12. Связь между изменениями в уровне инфляции и долларизацией кредитов коммерческих банков реальному сектору.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/10/07 Time: 15:40				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 7 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOLZ_CRED_GR(-2)	0.046977	0.022238	2.112448	0.0428
C	1.503182	0.713300	2.107363	0.0433
D1	4.200302	0.716793	5.859854	0.0000
D3	-5.544130	0.702811	-7.888512	0.0000
AR(1)	0.443389	0.161714	2.741811	0.0101
R-squared	0.767000	Mean dependent var		1.084635
Adjusted R-squared	0.736936	S.D. dependent var		4.292034
S.E. of regression	2.201376	Akaike info criterion		4.544288
Sum squared resid	150.2277	Schwarz criterion		4.764222
Log likelihood	-76.79719	F-statistic		25.51182
Durbin-Watson stat	1.824525	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.44			

Приложение 13. Связь между темпами изменений уровня цен и чистым экспортом.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 21:57				
Sample(adjusted): 1996:3 2005:4				
Included observations: 38 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NET_EXP_GR	0.015195	0.020318	0.747860	0.4598
C	1.025190	0.760988	1.347183	0.1871
D1	5.214431	1.153399	4.520925	0.0001
D3	-5.170527	0.757771	-6.823338	0.0000
AR(1)	0.389253	0.160943	2.418577	0.0213
R-squared	0.750035	Mean dependent var		0.952591
Adjusted R-squared	0.719736	S.D. dependent var		4.265859
S.E. of regression	2.258346	Akaike info criterion		4.589221
Sum squared resid	168.3041	Schwarz criterion		4.804693
Log likelihood	-82.19521	F-statistic		24.75456
Durbin-Watson stat	1.966014	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.39			

Приложение 14. Связь между ростом уровня цен и ростом уровня цен в предыдущем квартале.

Dependent Variable: CPI_AVER_GF				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/07 Time: 23:24				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 7 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_T	-0.077324	0.106689	-0.724757	0.4740
C	1.355890	0.541026	2.506146	0.0177
D1	4.045066	0.681261	5.937617	0.0000
D3	-5.037069	0.613840	-8.205840	0.0000
AR(1)	0.579632	0.168672	3.436438	0.0017
R-squared	0.900642	Mean dependent var		1.092538
Adjusted R-squared	0.887822	S.D. dependent var		3.843814
S.E. of regression	1.287409	Akaike info criterion		3.471387
Sum squared resid	51.38011	Schwarz criterion		3.691320
Log likelihood	-57.48497	F-statistic		70.25085
Durbin-Watson stat	2.136126	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.58			

Приложение 15. Связь между ростом денежного агрегата М1 и годовой инфляцией в Армении.

Dependent Variable: CPI				
Method: Least Squares				
Date: 10/10/06 Time: 16:29				
Sample(adjusted): 1995:4 2005:4				
Included observations: 41 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 24 iterations				
Backcast: 1995:2 1995:3				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.168578	0.248321	-0.678871	0.5017
M1_GR(-2)	0.120048	0.019876	6.039940	0.0000
D1	4.200573	0.864697	4.857856	0.0000
D3	-2.884456	0.983324	-2.933372	0.0059
AR(1)	0.549015	0.116235	4.723316	0.0000
MA(2)	-0.994870	0.058973	-16.86994	0.0000
R-squared	0.797500	Mean dependent var		1.383605
Adjusted R-squared	0.768571	S.D. dependent var		4.585037
S.E. of regression	2.205726	Akaike info criterion		4.554450
Sum squared resid	170.2830	Schwarz criterion		4.805216
Log likelihood	-87.36622	F-statistic		27.56787
Durbin-Watson stat	2.291297	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.55			
Inverted MA Roots	1.00	-1.00		

Приложение 16. Связь между ростом денежного агрегата М2 и годовой инфляцией в Армении.

Dependent Variable: CPI				
Method: Least Squares				
Date: 10/14/06 Time: 13:20				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 33 iterations				
Backcast: 1996:1 1996:4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014130	0.528855	0.026718	0.9789
M2_GR(-4)	0.113325	0.030407	3.726906	0.0008
D1	6.962296	0.981108	7.096357	0.0000
D3	-5.952802	0.808164	-7.365835	0.0000
AR(4)	-0.486604	0.112607	-4.321265	0.0002
MA(4)	0.897320	0.066823	13.42824	0.0000
R-squared	0.890452	Mean dependent var		1.084635
Adjusted R-squared	0.872194	S.D. dependent var		4.292034
S.E. of regression	1.534403	Akaike info criterion		3.845172
Sum squared resid	70.63182	Schwarz criterion		4.109092
Log likelihood	-63.21310	F-statistic		48.77032
Durbin-Watson stat	1.540809	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.59+.59i	.59+.59i	-.59 -.59i	-.59 -.59i
Inverted MA Roots	.69+.69i	.69 -.69i	-.69 -.69i	-.69+.69i

Приложение 17. Связь между ростом денежного агрегата М3(в случае Армении М2Х) и годовой инфляцией в Армении.

Dependent Variable: CPI				
Method: Least Squares				
Date: 11/28/06 Time: 16:03				
Sample(adjusted): 1996:3 2005:4				
Included observations: 38 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 35 iterations				
Backcast: 1996:1 1996:2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.133279	0.329724	-0.404213	0.6888
M3_GR(-4)	0.170379	0.039917	4.268318	0.0002
D1	5.983555	0.710445	8.422268	0.0000
D3	-6.515911	0.632076	-10.30875	0.0000
AR(1)	0.331642	0.168221	1.971461	0.0577
AR(2)	0.379983	0.164148	2.314884	0.0274
MA(2)	-0.961975	0.039100	-24.60270	0.0000
R-squared	0.837434	Mean dependent var		0.952591
Adjusted R-squared	0.805969	S.D. dependent var		4.265859
S.E. of regression	1.879065	Akaike info criterion		4.264248
Sum squared resid	109.4575	Schwarz criterion		4.565909
Log likelihood	-74.02071	F-statistic		26.61523
Durbin-Watson stat	1.696684	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.80	-.47		
Inverted MA Roots	.98	-.98		

Приложение 18. Связь между темпами изменений уровня цен и резервов коммерческих банков в ЦБ страны.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/10/07 Time: 15:11				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 7 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COMM_BANK_RESERVES_GR(-2)	0.025566	0.012318	2.075548	0.0463
C	1.289547	0.683420	1.886903	0.0686
D1	4.065183	0.742601	5.474251	0.0000
D3	-5.580285	0.714930	-7.805357	0.0000
AR(1)	0.420200	0.166330	2.526303	0.0168
R-squared	0.767072	Mean dependent var		1.084635
Adjusted R-squared	0.737016	S.D. dependent var		4.292034
S.E. of regression	2.201039	Akaike info criterion		4.543982
Sum squared resid	150.1817	Schwarz criterion		4.763915
Log likelihood	-76.79167	F-statistic		25.52202
Durbin-Watson stat	1.875290	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.42			

Приложение 19. Связь между темпами изменений уровня цен и совокупным спросом.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/10/07 Time: 15:59				
Sample(adjusted): 1996:4 2005:4				
Included observations: 37 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DOM_DEM_GR(-2)	0.072009	0.011025	6.531218	0.0000
C	0.032851	0.500877	0.065586	0.9481
R-squared	0.549299	Mean dependent var		1.094761
Adjusted R-squared	0.536422	S.D. dependent var		4.232451
S.E. of regression	2.881731	Akaike info criterion		5.007198
Sum squared resid	290.6531	Schwarz criterion		5.094274
Log likelihood	-90.63316	F-statistic		42.65681
Durbin-Watson stat	1.646891	Prob(F-statistic)		0.000000

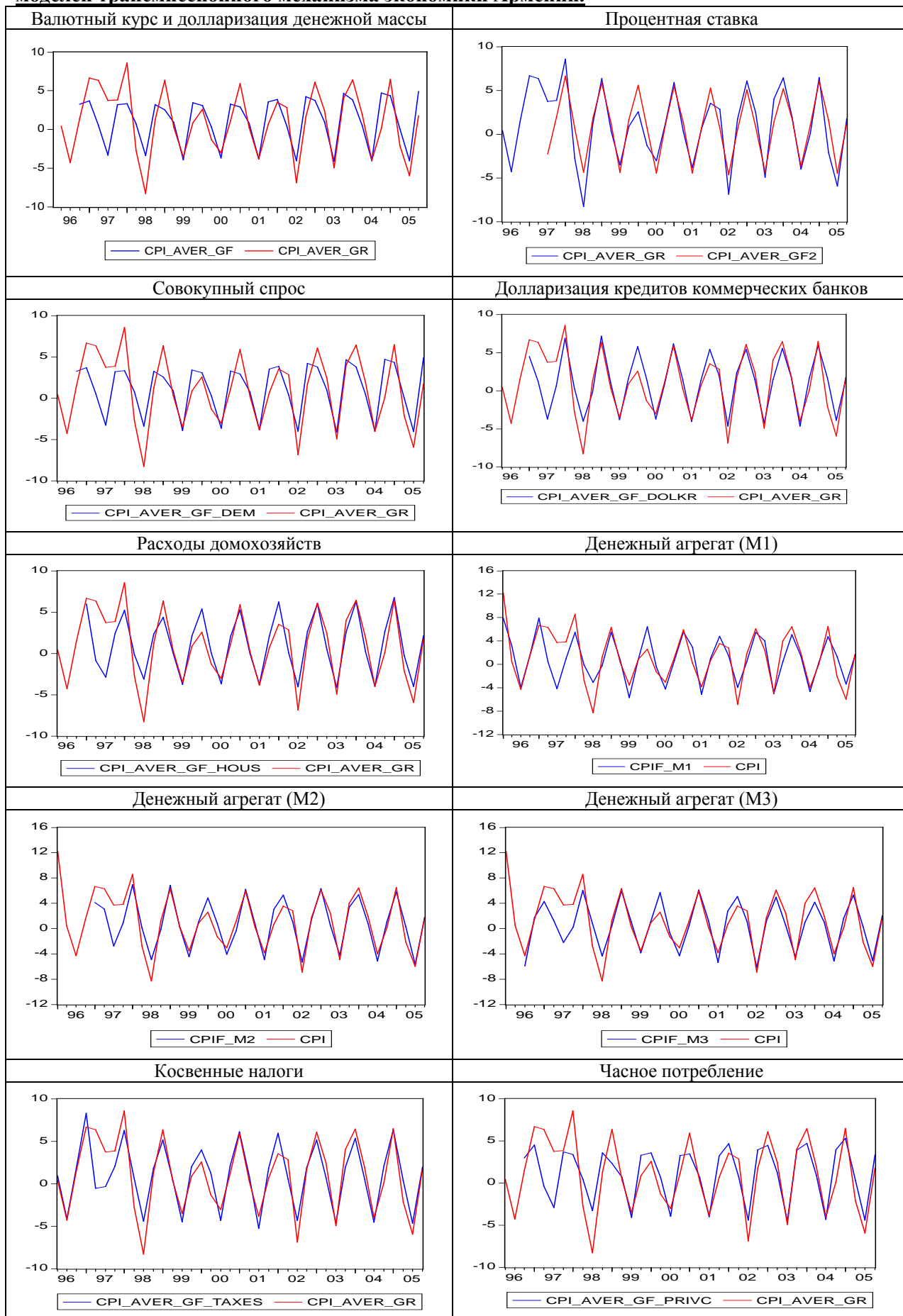
Приложение 20. Связь между темпами изменений уровня цен и экспортными импортными ценами.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 13:20				
Sample(adjusted): 1998:1 2005:4				
Included observations: 32 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_EXPORT	-0.011139	0.036150	-0.308126	0.7604
CPI_IMP	0.050009	0.069293	0.721702	0.4767
C	-3.090332	8.034100	-0.384652	0.7035
D1	4.816356	0.816543	5.898474	0.0000
D3	-5.748509	0.826505	-6.955201	0.0000
R-squared	0.834968	Mean dependent var		0.578347
Adjusted R-squared	0.810519	S.D. dependent var		4.263468
S.E. of regression	1.855861	Akaike info criterion		4.217176
Sum squared resid	92.99399	Schwarz criterion		4.446197
Log likelihood	-62.47482	F-statistic		34.15125
Durbin-Watson stat	2.003078	Prob(F-statistic)		0.000000

Приложение 21. Связь между темпами изменений уровня цен и темпами изменений считых косвенных налогов.

Dependent Variable: CPI_AVER_GR				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 13:37				
Sample: 1996:2 2005:4				
Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAXES	0.037740	0.012959	2.912176	0.0062
C	1.644815	0.498339	3.300591	0.0022
D1	3.064779	1.007033	3.043375	0.0044
D3	-6.950129	0.993730	-6.993980	0.0000
R-squared	0.760186	Mean dependent var		0.939137
Adjusted R-squared	0.739630	S.D. dependent var		4.210194
S.E. of regression	2.148313	Akaike info criterion		4.464157
Sum squared resid	161.5337	Schwarz criterion		4.634779
Log likelihood	-83.05107	F-statistic		36.98206
Durbin-Watson stat	1.606454	Prob(F-statistic)		0.000000

Приложение 23. Прогнозируемые и фактические темпы изменения уровня ИПЦ на основе моделей трансмиссионного механизма экономики Армении.



Приложение 24. Связь между темпами изменениями реального ВВП и уровня цен.

Dependent Variable: GDP_REAL				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 16:04				
Sample(adjusted): 1997:2 2005:4				
Included observations: 35 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_AVER_GR	-0.037693	0.081226	-0.464052	0.6458
C	108.2476	1.761878	61.43876	0.0000
AR(1)	0.766183	0.108076	7.089269	0.0000
R-squared	0.614895	Mean dependent var		107.7602
Adjusted R-squared	0.590826	S.D. dependent var		3.762201
S.E. of regression	2.406557	Akaike info criterion		4.676088
Sum squared resid	185.3286	Schwarz criterion		4.809404
Log likelihood	-78.83154	F-statistic		25.54708
Durbin-Watson stat	2.181593	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.77			

Приложение 25. Связь между темпами изменениями реального ВВП и уровня цен (с одним лагом).

Dependent Variable: GDP_REAL				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 16:05				
Sample(adjusted): 1997:2 2005:4				
Included observations: 35 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_AVER_GR(-1)	-0.133678	0.078097	-1.711688	0.0966
C	108.3077	1.783097	60.74135	0.0000
AR(1)	0.778818	0.104884	7.425552	0.0000
R-squared	0.644883	Mean dependent var		107.7602
Adjusted R-squared	0.622688	S.D. dependent var		3.762201
S.E. of regression	2.310961	Akaike info criterion		4.595020
Sum squared resid	170.8972	Schwarz criterion		4.728336
Log likelihood	-77.41285	F-statistic		29.05551
Durbin-Watson stat	2.046594	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.78			

Приложение 26. Связь между темпами изменениями реального ВВП и уровня цен (с двумя лагами).

Dependent Variable: GDP_REAL				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 16:05				
Sample(adjusted): 1997:2 2005:4				
Included observations: 35 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_AVER_GR(-2)	0.150327	0.076706	1.959785	0.0588
C	108.0924	1.926936	56.09551	0.0000
AR(1)	0.796554	0.103210	7.717773	0.0000
R-squared	0.653464	Mean dependent var		107.7602
Adjusted R-squared	0.631806	S.D. dependent var		3.762201
S.E. of regression	2.282867	Akaike info criterion		4.570558
Sum squared resid	166.7674	Schwarz criterion		4.703873
Log likelihood	-76.98476	F-statistic		30.17127
Durbin-Watson stat	2.081122	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.80			

Приложение 27. Связь между темпами изменениями реального ВВП и уровня цен (с тремя лагами).

Dependent Variable: GDP_REAL				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 16:06				
Sample(adjusted): 1997:2 2005:4				
Included observations: 35 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 7 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_AVER_GR(-3)	0.050496	0.083040	0.608091	0.5474
C	108.1420	1.769761	61.10541	0.0000
AR(1)	0.766924	0.107663	7.123353	0.0000
R-squared	0.616757	Mean dependent var		107.7602
Adjusted R-squared	0.592804	S.D. dependent var		3.762201
S.E. of regression	2.400732	Akaike info criterion		4.671241
Sum squared resid	184.4325	Schwarz criterion		4.804556
Log likelihood	-78.74672	F-statistic		25.74896
Durbin-Watson stat	2.180296	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.77			

Приложение 28. Связь между темпами изменениями реального ВВП и уровня цен (с четырьмя лагами).

Dependent Variable: GDP_REAL				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 16:07				
Sample(adjusted): 1997:3 2005:4				
Included observations: 34 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_AVER_GR(-4)	-0.109805	0.083839	-1.309722	0.1999
C	108.5383	1.687712	64.31091	0.0000
AR(1)	0.755367	0.108688	6.949841	0.0000
R-squared	0.615662	Mean dependent var		107.9186
Adjusted R-squared	0.590866	S.D. dependent var		3.698427
S.E. of regression	2.365645	Akaike info criterion		4.644076
Sum squared resid	173.4846	Schwarz criterion		4.778755
Log likelihood	-75.94929	F-statistic		24.82913
Durbin-Watson stat	2.202640	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.76			

Приложение 29. Связь между темпами изменениями реального ВВП в текущем и предыдущем периоде, а также уровнем цен (с двумя лагами).

Dependent Variable: GDP_REAL				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/07 Time: 19:57				
Sample(adjusted): 1997:1 2005:4				
Included observations: 36 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_CPI_T(-2)	0.142122	0.070494	2.016078	0.0520
GDP_T	0.819512	0.105023	7.803165	0.0000
C	19.48191	11.30281	1.723635	0.0941
R-squared	0.649229	Mean dependent var		107.6261
Adjusted R-squared	0.627970	S.D. dependent var		3.794369
S.E. of regression	2.314348	Akaike info criterion		4.595789
Sum squared resid	176.7549	Schwarz criterion		4.727749
Log likelihood	-79.72420	F-statistic		30.53918
Durbin-Watson stat	2.035297	Prob(F-statistic)		0.000000