

КАК ВЛИЯЕТ ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ НА ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ СТРАНЫ?**Анна Сергеевна БУТУЗОВА**аспирантка кафедры политической экономики,
Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Российская Федерация
butuzova_anuta@mail.ru**История статьи:**Принята 20.02.2017
Принята в доработанном
виде 06.03.2017
Одобрена 20.03.2017
Доступна онлайн 15.05.2017

УДК 330.101.541

JEL: C23, E52, E58, O42
<https://doi.org/10/24891/fc.23.18.1063>**Ключевые слова:**макроэкономика, инфляция,
валютный курс,
таргетирование инфляции,
валютная политика**Аннотация****Предмет.** В условиях мировой глобализации и неблагоприятной экономической конъюнктуры проблема проведения пруденциальной денежно-кредитной политики стоит очень остро. Одним из «смягчающих» и регулирующих способов проведения денежно-кредитного регулирования является режим инфляционного таргетирования, который заслуживает особого внимания. Анализ мирового опыта эмпирических и теоретических исследований и глубокий, качественный анализ возможностей применения таргетирования инфляции полезен для оценки релевантности и возможностей применения данного режима денежно-кредитной политики в каждой конкретной стране. В условиях перехода к плавающему валютному курсу и режиму таргетирования инфляции в России данная тематика особенно актуальна. На основе анализа опыта перехода к таргетированию инфляции других стран можно оптимизировать процесс перехода в РФ и избежать необдуманных шагов денежно-кредитных властей.**Цели.** Комплексный авторский анализ эмпирических исследований эффективности перехода к таргетированию инфляции и различных, связанных с данным процессом, экономических аспектов. Верификация особенностей перехода к таргетированию инфляции в развитых и развивающихся странах.**Методология.** В процессе изучения эмпирических исследований перехода к таргетированию инфляции использовались методы синтеза и ретроспективный анализ.**Результаты.** Выявлены особенности перехода к таргетированию инфляции в развитых и развивающихся странах. Проанализированы результаты эмпирических исследований зарубежных авторов в области оценки эффективности политики таргетирования инфляции.**Выводы.** Сделан вывод о том, что процесс и результаты перехода к таргетированию инфляции в развивающихся странах значительно отличаются от развитых стран. Существенная специфика развивающихся экономик требует пруденциального подхода (с учетом макроэкономических и геополитических условий) в подготовке к переходу к режиму инфляционного таргетирования, а также в комбинировании данного режима денежно-кредитной политики с другими экономическими инструментами и мерами.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

В течение последних 25 лет около 30 стран мира осуществили переход к инфляционному таргетированию, при этом случаев отказа от этого вида денежно-кредитной политики не зафиксировано. Экономисты многих стран занимаются изучением процессов перехода к инфляционному таргетированию в целях выявления оптимальных условий, определения вероятности положительных результатов перехода и поиска наилучшего механизма. Существует немало теоретических и эмпирических исследований, посвященных

опыту как целых групп стран, так и отдельных государств. Причем результаты эмпирических исследований часто противоречивы и неоднозначно оценивают успех начала применения инфляционного таргетирования.

С исследовательской точки зрения представляется целесообразным рассмотреть ряд наиболее ярких научных работ для анализа опыта перехода к названной политике [1–8]. Один из значимых трудов, посвященных данной тематике, принадлежит Laurence Ball и

Niamh Sheridan [9], которые изучали эффективность денежно-кредитной политики в странах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Авторы пришли к выводу о том, что страны с более высокой инфляцией до 90-х гг. XX в. достигли ее наибольшего снижения в 1990-е гг., а страны, контролирующие инфляцию (таргетирующие), получили меньшее ее снижение. Однако позднее Marko Hyvonen [10] провел расширенный анализ на основе работы предыдущих авторов и пришел к выводу о том, что в 1990-е гг. таргетирование инфляции все же привело к конвергенции уровней цен в различных странах. Следовательно, Ball и Sheridan не выявили положительного результата перехода к таргетированию инфляции, тогда как Hyvonen отчасти обнаружил его.

Более широкое исследование в 2005 г. провели Marko Vega и Diego Winkelried [11]. Авторы исследовали 23 страны с режимом таргетирования инфляции и 87 стран с иными режимами денежно-кредитной политики. Ученые оценили положительный результат перехода к инфляционному таргетированию в странах, таргетирующих инфляцию, при прочих равных условиях в этих государствах как минимум снижается волатильность цен в экономике.

Еще одно значимое эмпирическое исследование, посвященное изучению таргетирования инфляции, провели Athanasios Orphanides и John C. Williams [12]. В отличие от авторов предыдущих работ ученые уделили особое внимание инфляционным ожиданиям. В своем труде они доказали, что в случае доверия к центральному банку и системной денежно-кредитной политике ожидания экономических агентов становятся предсказуемыми для регулятора, что облегчает переход к режиму инфляционного таргетирования. Другими словами, авторы показали, что таргетирование инфляции будет эффективнее при высоком уровне доверия населения к центральному банку. К аналогичным выводам в своем

эмпирическом исследовании пришел A. Levin [13]. Он показал, что при режиме инфляционного таргетирования центральный банк имеет большее влияние на инфляционные ожидания и тем самым увеличивается их предсказуемость.

В первом десятилетии XXI в. эмпирические исследования режима таргетирования инфляции сфокусировались преимущественно на развивающихся странах. Многие из них совершили переход к инфляционному таргетированию в период с 2000 по 2006 г. Наибольший научный интерес для анализа данного перехода представляют работы Nicoletta Batini и соавторов [14], Frederic S. Mishkin и Klaus Schmidt-Hebbel [15], Goncalves и Salles [16], Brito и Bystedt [17]. Исследователи изучали эффективность перехода к инфляционному таргетированию в развивающихся странах, дополнительно выборки данных Batini и Mishkin наряду с развивающимися странами включали развитые страны, которые таргетируют инфляцию. А Goncalves и Brito в статистическую выборку своих эмпирических исследований включали развивающиеся страны как таргетирующие, так и не таргетирующие инфляцию. Кроме того, эконометрические методы, которые использовали ученые, также отличались. В результате они пришли к следующим выводам: Batini оценил переход к инфляционному таргетированию как положительный шаг денежно-кредитной политики и в развитых, и в развивающихся странах. Авторы установили, что такой режим способствует снижению инфляции и ее волатильности, а также снижению волатильности других макроэкономических показателей. Mishkin и Schmidt-Hebbel также пришли к выводу о положительном результате перехода к инфляционному таргетированию, кроме того, авторы отметили, что при таргетировании инфляции снижается влияние шоков нефтяных цен и обменного курса на национальную экономику. Goncalves и Salles оказались менее оптимистичны в выводах, однако также установили, что в

развивающихся странах, таргетирующих инфляцию, ее средний уровень и волатильность совокупного выпуска снижаются при прочих равных условиях. Негативный результат перехода к инфляционному таргетированию был выявлен Brito и Bystedt. При выборке из 46 развивающихся стран с горизонтом исследования с 1990 по 2006 г. авторы установили, что режим таргетирования инфляции негативно влияет на темпы роста экономики развивающихся стран.

Специфический подход к анализу перехода к инфляционному таргетированию показали Shu Lin и Naichun Yet [18]. В их работе проводится эмпирическое исследование оценки последствий таргетирования инфляции и таргетирования обменных курсов в развивающихся странах. Выборка данных состоит из 50 стран (включая Россию), из них 13 стран таргетировали инфляцию, период исследования – 1990–2006 гг. После построения нескольких моделей с обширным списком объясняющих переменных (в основном это макроэкономические показатели) авторы делают вывод о том, что страны, которые проводят инфляционное таргетирование, достигли гораздо более низких показателей инфляции, чем страны, таргетирующие обменный курс. Кроме того, исследование проверяет воздействие данных режимов на скорость экономического роста. Так, ученые утверждают, что в общем и целом эффект таргетирования валютных курсов и инфляции одинаково влияет на экономический рост. Работа Shu Lin и Naichun Yet представляет большой интерес, так как в ней впервые исследовалось сравнение не между странами, использующими и не использующими политику инфляционного таргетирования, а между странами, таргетирующими инфляцию и обменные курсы.

Еще одно эмпирическое исследование V. Pointines [19] посвящено изучению волатильности обменного курса при изменении режима денежно-кредитной

политики. В данной работе эмпирически проверяется гипотеза роста волатильности обменных курсов валют при переходе к политике таргетирования инфляции. В связи с этим ученый утверждает, что выбор режима валютного курса в каждой стране происходит неслучайно, при этом автор учитывает данный факт в построенных моделях. В них исследуются выборки из развитых и развивающихся стран в 1991–2002 гг. При этом в регрессии учитываются основные макроэкономические показатели (темп роста ВВП, открытость экономики и др.) и показатели «угроз» (как их назвал автор – фискальный профицит, индекс свободы обменного курса, совокупный рост денежной массы и уровень инфляции). В результате Pointines пришел к выводу о том, что для развивающихся стран номинальный и реальный эффект волатильности обменного курса при переходе к таргетированию инфляции уменьшается в сравнении с волатильностью без реализации политики таргетирования. Однако в индустриальных странах эта связь имеет обратное направление: при переходе к таргетированию инфляции волатильность валютного курса растет. Результат указанной работы представляет большой интерес для изучения перехода к таргетированию инфляции в РФ, так как высокая волатильность обменного курса при прочих равных является еще большим стимулом для роста инфляции.

Существуют эмпирические исследования, в которых выборка стран включает в себя Россию и страны СНГ. Такие работы особенно интересны в рамках оценки последствий перехода к инфляционному таргетированию в РФ. В одном из подобных трудов М. Катаранова [20] изучает влияние обменного курса на уровень цен в национальной валюте. Это влияние автор определяет эффектом переноса обменного курса, который в свою очередь состоит из зависимости цен импортных товаров и общего уровня цен от обменного курса. Автор сделал вывод о том, что эффект переноса выше в развивающихся странах. Кроме этого было

показано, что связь между обменным курсом и инфляцией уменьшается в последнее десятилетие почти во всех странах. В связи с неизученностью количественных оценок эффекта переноса в России и странах СНГ, М. Катаранова пытается построить модель для эмпирической проверки указанных фактов в постсоветских странах. В результате исследования автор пришла к выводу о том, что при изменении обменного курса на 1% потребительские цены при прочих равных условиях изменяются на 0,12 п.п. Кроме того, М. Катаранова подтвердила гипотезу об эндогенности денежно-кредитной политики по отношению к эффекту переноса. Также в результате исследования оценки эффекта переноса при ослаблении и укреплении рубля оказались различными (разница примерно в два раза). В результате автор указывает на то, что в странах СНГ и в России эффекты переноса сильно различаются, если рассматривать этот эффект отдельно по странам. Кроме того, при исследовании различных секторов экономики можно обратить внимание на то, что количественная оценка эффекта переноса также сильно варьируется (это зависит от объема импортного оборудования, количества конечных продуктов, конкурирующих с импортом, и др.). Таким образом, укрепление экономических показателей в последние годы не уменьшило эффект переноса, который в РФ носит асимметричный характер. При этом сильная зависимость курса рубля от цен на нефть также влияет на инфляцию асимметрично.

Проведя анализ различных эмпирических исследований оценки эффективности перехода к инфляционному таргетированию, мы можем сделать вывод о том, что данный режим денежно-кредитной политики не является панацеей и не спасает от всех финансовых и экономических проблем. Результаты эмпирических исследований противоречивы и неоднозначны, особенно для развивающихся рынков. Кроме того, реализация режима инфляционного таргетирования в каждой конкретной стране должна носить

индивидуальный характер с учетом особенностей экономической системы страны.

Из результатов проанализированных работ можно сделать четыре важных вывода: два из них касаются развитых стран, два – развивающихся. Для развитых стран, с одной стороны, часть работ подтверждает эффективность перехода к инфляционному таргетированию: в долгосрочной перспективе инфляция падает, при этом растет устойчивость экономики к внешним шокам. Плюсом данного режима денежно-кредитной политики является возможность воздействовать на инфляционные ожидания экономических агентов. С другой стороны, некоторые ученые показали, что для развитых стран, таргетирующих и не таргетирующих инфляцию, снижение уровня цен в долгосрочном периоде является одинаковой тенденцией (которая обусловлена общими макроэкономическими условиями). То есть независимо от режима денежно-кредитной политики развитые страны одинаково смогли уменьшить инфляцию. Для развивающихся стран одна часть исследователей установила, что средний уровень цен и их волатильность падает при реализации режима таргетирования инфляции, тогда как другие считают, что таргетирование инфляции сильно снижает темпы роста совокупного выпуска, что крайне негативно влияет на экономическое положение развивающихся стран. Более того, после перехода к инфляционному таргетированию в развивающихся странах велик риск краткосрочных шоков и нестабильности обменного курса (который в свою очередь переносится на уровень цен). Еще один феномен для развивающихся стран – это «страх плавания валютного курса», он связан с низким доверием населения к центральному банку. После перехода к свободному курсообразованию валюты иррациональное поведение экономических агентов на валютном рынке только стимулирует рост волатильности валютного курса и, следовательно, в целом ухудшает результативность денежно-кредитной политики.

Переход к режиму инфляционного таргетирования в каждой стране – это огромная работа органов исполнительной власти и центрального банка над формированием институциональной среды, устойчивой финансовой системы и механизмами работы регулятора. На практике переход к инфляционному таргетированию часто не сразу показывает положительные результаты, однако в среднесрочной и долгосрочной перспективах данный вид денежно-кредитной политики способствует экономическому и финансовому развитию страны. Если основываться на опыте других государств, в особенности стран со схожими экономическими условиями, можно значительно увеличить эффективность перехода к плавающему валютному курсу и режиму таргетирования инфляции, а также выбрать наиболее релевантный для России сценарий перехода.

Список литературы

1. *Nogueira R.P. Jr.* Inflation targeting and exchange rate pass-through. *Economia Aplicada*, 2007, vol. 11, no. 2, pp. 189–208.
2. *Hu Y.* Empirical investigations of inflation targeting. *Institute for International Economics Working Paper*, 2003, no. WP03-6.
3. *Ayres K., Belasen A.R., Kutan A.M.* Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*, 2014, vol. 36, iss. 2, pp. 373–388.
4. *Sarel M.* Nonlinear effects of inflation on economic growth. *IMF Working Paper*, 1995, no. 95/96, 26 p.
5. *Картаев Ф.С.* Влияет ли выбор режима монетарной политики на инфляцию? // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2016. № 5. С. 39–51.
6. *Картаев Ф.С., Филиппов А.П., Хазанов А.А.* Эконометрическая оценка воздействия таргетирования инфляции на динамику ВВП // Журнал Новой экономической ассоциации. 2016. № 1. С. 107–128.
7. *Eggoh J.C., Khan M.* On the nonlinear relationship between inflation and economic growth. *Research in Economics*, 2014, vol. 68, iss. 2, pp. 133–143.
8. *Fang W., Miller S., Lee C.* What can we learn about inflation targeting? Evidence from time-varying treatment effects. *University of Connecticut Working Paper*, 2009, no. 14R.
9. *Ball L., Sheridan N.* Does inflation targeting matter? URL: <http://www.nber.org/chapters/c9561.pdf>.
10. *Hyvonen M.* Inflation convergence across countries. *Research Discussion Paper of Economic Research Department of Reserve Bank of Australia*, 2004, no. 2004-04. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/6540659.pdf>.
11. *Vega M., Winkelried D.* Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*, 2005, vol. 1, no. 3, pp. 153–175.
12. *Orphanides A., Williams J.* Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates. *Bookings Paper on Economics Activity*, 2002, vol. 2002, no. 2, pp. 63–118.
13. *Levin A.T., Natalucci F.M., Piger J.M.* The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2004, no. 86(4), pp. 51–80.
14. *Batini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S.* Inflation Targeting and the IMF. *IMF Board Paper*, 2006, no. SM/06/33.
15. *Mishkin F.S., Schmidt-Hebbel K.* Does Inflation Targeting Make a Difference? In: F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.) *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago, Banco Central de Chile, 291–372.
16. *Goncalves C.E., Salles J.* Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, 2008, vol. 85, no. 1-2, pp. 312–318.
17. *Brito R., Bystedt B.* Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 2010, vol. 91, iss. 2, pp. 198–210.
18. *Shu Lin, Haichun Ye.* What to target? Inflation or exchange rate. *Southern Economic Journal*, 2012, vol. 78, no. 4, pp. 1202–1221.

19. Pontines V. The nexus between inflation targeting and exchange rate volatility. *The SEACEN Centre Staff Paper*, 2013, vol. 84, 18 p.
20. Kataranova M. The relationship between the exchange rate and inflation in Russia. *Problems of Economic Transition*, 2010, vol. 53, iss. 3, pp. 45–68.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

WHAT IS THE IMPACT OF INFLATION TARGETING ON ECONOMIC DEVELOPMENT?**Anna S. BUTUZOVA**Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation
butuzova_anuta@mail.ru**Article history:**Received 20 February 2017
Received in revised form
6 March 2017
Accepted 20 March 2017
Available online
15 May 2017**JEL classification:** C23, E52,
E58, O42
<https://doi.org/10.24891/fc.23.18.1063>**Keywords:** macroeconomics,
monetary policy, inflation,
exchange rate, inflation
targeting**Abstract****Subject** The article addresses inflation targeting. During the transition to a floating exchange rate and inflation targeting regime in Russia, this subject is of particular importance.**Objectives** The aims are to analyze empirical studies of the efficiency of transition to inflation targeting regime and various economic aspects associated with the process, to verify the specifics of the transition in developed and developing countries.**Methods** The study employs methods of synthesis and retrospective analysis.**Results** The paper reveals specific features of transition to inflation targeting in developed and developing countries, analyzes results of empirical studies of foreign authors on evaluating the efficiency of inflation targeting policy.**Conclusions** The process of transition to inflation targeting in developing countries differs from that in developed countries. Significant specificity of emerging economies requires a prudential approach (taking into account macroeconomic and geopolitical conditions) to preparation for the transition. It is also necessary to combine the regime with other economic instruments and measures.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

References

1. Nogueira R.P. Jr. Inflation targeting and exchange rate pass-through. *Economia Aplicada*, 2007, vol. 11, no. 2, pp. 189–208.
2. Hu Y. Empirical investigations of inflation targeting. *Institute for International Economics Working Paper*, 2003, no. WP03-6.
3. Ayres K., Belasen A.R., Kutan A.M. Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*, 2014, vol. 36, iss. 2, pp. 373–388.
4. Sarel M. Nonlinear effects of inflation on economic growth. *IMF Working Paper*, 1995, no. 95/96, 26 p.
5. Kartaev F.S. [Does the choice of monetary policy regime affect inflation?]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*, 2016, no. 5, pp. 39–51. (In Russ.)
6. Kartaev F.S. Filippov A.P., Khazanov A.A. [Econometric estimation of the impact of inflation targeting on GDP dynamics]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii = Journal of New Economic Association*, 2016, no. 1, pp. 107–128. (In Russ.)
7. Eggoh J.C., Khan M. On the nonlinear relationship between inflation and economic growth. *Research in Economics*, 2014, vol. 68, iss. 2, pp. 133–143.
8. Fang W., Miller S., Lee C. What can we learn about inflation targeting? Evidence from time-varying treatment effects. *University of Connecticut Working Paper*, 2009, no. 14R.
9. Ball L., Sheridan N. Does inflation targeting matter? Available at: <http://www.nber.org/chapters/c9561.pdf>.

10. Hyvonen M. Inflation convergence across countries. *Research Discussion Paper of Economic Research Department of Reserve Bank of Australia*, 2004, no. 2004-04. Available at: <https://core.ac.uk/download/pdf/6540659.pdf>.
11. Vega M., Winkelried D. Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*, 2005, vol. 1, no. 3, pp. 153–175.
12. Orphanides A., Williams J. Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates. *Bookings Paper on Economics Activity*, 2002, vol. 2002, no. 2, pp. 63–118.
13. Levin A.T., Natalucci F.M., Piger J.M. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2004, no. 86(4), pp. 51–80.
14. Batini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S. Inflation Targeting and the IMF. *IMF Board Paper*, 2006, no. SM/06/33.
15. Mishkin F.S., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? In: F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.) *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago, Banco Central de Chile, 291–372.
16. Goncalves C.E., Salles J. Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, 2008, vol. 85, no. 1-2, pp. 312–318.
17. Brito R., Bystedt B. Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 2010, vol. 91, iss. 2, pp. 198–210.
18. Shu Lin, Haichun Ye. What to target? Inflation or exchange rate. *Southern Economic Journal*, 2012, vol. 78, no. 4, pp. 1202–1221.
19. Pontines V. The nexus between inflation targeting and exchange rate volatility. *The SEACEN Centre Staff Paper*, 2013, vol. 84, 18 p.
20. Kataranova M. The relationship between the exchange rate and inflation in Russia. *Problems of Economic Transition*, 2010, vol. 53, iss. 3, pp. 45–68.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.