

Сибирский университет потребительской кооперации

На правах рукописи

Шахнович Рувим Михайлович

**ИНФЛЯЦИЯ
И АНТИИНФЛЯЦИОННАЯ ПОЛИТИКА
В УСЛОВИЯХ РАДИКАЛЬНЫХ РЕФОРМ**

Специальность 08.00.01 - Экономическая теория

Диссертация на соискание ученой степени доктора
экономических наук

Новосибирск
2014

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
Глава 1. Характеристика социально-экономического пространства постсоциалистических стран.....	21
1.1 Социально-экономические условия на начальном этапе радикальных реформ.....	21
1.2. Итоги первого десятилетия реформ.....	44
Глава 2. Сущность и механизмы инфляции.....	67
2.1. Теории инфляции.....	67
2.2. Экономические механизмы инфляции.....	83
2.3. Экономические механизмы инфляции в странах с переходной экономикой.....	102
Глава 3. Макроэкономические основания инфляции и антиинфляционной политики.....	132
3.1. Новый неоклассический синтез.....	132
3.2. Новая IS-LM модель.....	150
Глава 4. Современная антиинфляционная денежная политика	174
4.1. Режимы современной денежной политики.....	174
4.2. Содержание и макроэкономическая модель таргетирования инфляции.....	201
Глава 5. Издержки, выгоды и оптимальный темп инфляции.....	238
5.1. Издержки и выгоды инфляции.....	238
5.2. Оптимальный темп инфляции.....	259
Глава 6. Денежная политика в условиях радикальных экономических реформ в странах с переходной экономикой.....	288
6.1. Опыт денежной политики.....	288
6.1.1. Таргетирование валютного курса.....	289

6.1.2. Таргетирование денежной массы.....	299
6.1.3. Таргетирование инфляции.....	308
6.1.4. Режим без явно выраженного номинального якоря.....	317
6.2. Результативность денежной политики.....	335
6.3. Мировой финансовый кризис и перспективы антиинфляционной политики.....	362
Заключение.....	376
Список литературы.....	387
Список иллюстративного материала.....	422
Приложения.....	423
I. Исходные переменные, использованные в расчетах, и источники статистической информации.....	424
II. Среднегодовые темпы инфляции.....	428
III. Оценки влияния факторов на уровень инфляции.....	430
IV. Оценки издержек и выгод инфляции.....	464
V. Режимы денежной политики и целевые ориентиры инфляции.....	470
VI. Оценки результативности денежной политики.....	473

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Инфляция была и остается одной самых актуальных проблем как макроэкономической теории, так экономической практики. Даже в настоящее время, когда финансовый кризис привел к падению спроса, и проблема инфляции для большинства развитых стран, казалось бы, отошла на второй план, для некоторых стран, в том числе и для России, она остается вполне актуальной и требует своего решения. При этом и для развитых стран проблема инфляции и антиинфляционной политики через какой-то промежуток времени может стать весьма острой, поскольку стимулирование спроса в определенный момент времени может вызвать скачок инфляции и вызвать необходимость проведения антиинфляционных мер.

За последние двадцать лет возникло новое социально-экономическое пространство, на котором разворачиваются инфляционные процессы – пространство стран с переходной экономикой, точнее, пространство их экономик. Выросшие из весьма специфической – социалистической (командно-административной) экономической системы – экономики этих стран, с одной стороны, неизбежно несут на себе «родимые пятна» прошлого, а с другой – проходят весьма специфический период в своем развитии – период радикальных экономических преобразований. При этом имеет значение не столько скорость этих преобразований, сколько их качественный характер.

Инфляция в странах с переходной экономикой, проводящих радикальные экономические реформы, имеет свои отличительные черты. Это касается как особенностей ее экономического механизма, наличия некоторых специфических факторов, так и особенностей проявления универсальных факторов, таких как изменение предложения денег, скорость его влияния на изменение цен, влияние инфляционных ожиданий, что накладывает свои отпечатки на проводимую антиинфляционную политику. Недостаточная развитость рыночных механизмов и институтов, присущая странам с переходной экономикой требует большего внимания со стороны государства к выбору правильной антиинфляционной политики и

последовательному ее проведению.

В связи с этим встает ряд вопросов, ответы на которые позволят не только получить существенное приращение теоретических знаний об инфляции и антиинфляционной политике, но и обеспечить эффективное проведение последней в условиях переходной экономики. Во-первых, каковы механизмы инфляции в переходной экономике, какие факторы на нее влияют? Во-вторых, возможно ли описание переходной экономики на основе современных макроэкономических концепций и должны ли быть в них внесены какие-либо коррективы? В-третьих, какие выводы из макроэкономической концепции могут быть сделаны для экономической политики в целом и для антиинфляционной политики в частности? Насколько проведение антиинфляционной политики может противоречить другим целям экономической политики? В-четвертых, какие критерии могут быть использованы для оценки результативности антиинфляционной политики?

Таким образом, актуальность темы настоящего диссертационного исследования заключается в необходимости поиска оптимального режима антиинфляционной политики в условиях переходной экономики и обеспечения реализации этого режима с высокой результативностью.

Степень теоретической разработанности проблемы

Исторически к начальному этапу исследования проблем инфляции можно отнести работы исследователей XVIII века, таких как Д. Юм, Дж. Локк, посвященные количественной теории денег. В течение всего XIX века и первой четверти XX века положения количественной теории денег лежали в основе объяснения инфляции в трудах Д. Рикардо, Дж. С. Милля, Г. Касселя, А. Пигу и др.

С возникновением макроэкономики как самостоятельной отрасли экономической теории представители каждого направления или школы в своих работах уделяли значительное влияние проблемам инфляции. Прежде всего, это Дж. М. Кейнс, кейнсианцы и некейнсианцы: А. Смитис, Дж. Хикс, А. Хансен, Ф. Модильяни, А. Филлипс, Р. Липси, Р. Солоу, П. Самуэльсон и др.; монетаристы М. Фридман, А. Мельцер, К. Бруннер, Ф. Каган и др.; структуралисты У. Уитни, Р. Пребиш, Л. Тэйлор и др.; сторонники концепции рациональных ожи-

даний: Р. Барро, Р. Лукас, Т. Сарджент, Н. Уоллес; представители новой классической макроэкономики Э. Прескотт, Ф. Кидланд, К. Плоссер и др.; новые кейнсианцы: Дж. Акерлоф, Дж. Стиглиц, Н.Г. Мэнкью, Дж. Тэйлор, О. Бланшар, Д. Ромер и др. Среди исследований последних десятилетий – новый неоклассический синтез, его основоположники М. Гудфренд и Р. Кинг, а также исследования, относящиеся к новой политической экономии, – работы А. Драйзена, Г. Табеллини, Т. Перссона.

Особо следует выделить работы в области монетарной экономики, в которых проблемы инфляции рассматриваются наиболее подробно (Б. Бернанке, М. Вудфорд, Й. Гали, М. Гертлер, Р. Кларида, Ф. Мишкин, Л. Саммерс, Л. Свенссон, Д. Тэйлор, С. Уолш, С. Фишер и др.).

В работах советских и российских экономистов можно обозначить несколько периодов исследования проблем инфляции. Прежде всего, это – вторая половина двадцатых годов XX века, когда рассматривались проблемы инфляции в условиях позднего НЭПа и формирования планового хозяйства (В. Новожилов, З. Евзлин, С. Киселев, Ю. Митлянский, А. Соколов). Особый период – тридцатые-восьмидесятые годы XX века, когда, в силу идеологической установки об отсутствии инфляции при социализме, предметом исследования являлись денежное обращение и инфляция в условиях капитализма (З. Атлас, Э. Брегель, С. Никитин, С. Меньшиков и др.).

Новый этап интереса к проблемам инфляции, при этом именно к инфляции в условиях социализма, возник у советских исследователей с началом перестройки во второй половине 80-х годов XX века, когда появилось значительное количество работ, посвященных проблемам ценообразования, инфляции и денежного обращения в условиях социализма вообще и в СССР, в частности. Речь идет о работах В. Богачева, Л. Брагинского, А. Вихляева, М. Гельвановского, Р. Гринберга, А. Комина, В. Корнякова, Л. Красавиной, Я. Либермана, Н. Петракова, В. Попова, Э. Фигурнова, А. Хандруева, Н. Шмелева, Ю. Яковца, Е. Ясина и других авторов. При сходной ситуации в сфере идеологии, исследователи ряда других социалистических стран стали уделять большое внимание проблемам инфляции в услови-

ях социализма примерно на десятилетие раньше (Я. Корнаи, И. Хагельмайер, Г. Колодко, Я. Виниецкий, В. Клаус, Я. Клацек и др.).

Начало радикальных экономических реформ ознаменовало собой рост интереса к проблемам инфляции в странах, осуществляющих эти реформы. Общим проблемам содержания, взаимосвязи и взаимовлияния инфляции, антиинфляционной политики и проводимых экономических реформ посвящены работы Л. Абалкина, Л. Балцеровича, Е. Гайдара, Р. Гринберга, М. Делягина, Б. Икеса, Г. Колодко, Я. Корнаи, А. Кудрина, В. Мау, М. Домбровского, А. Илларионова, А. Ослунда, В. Полтеровича, Ф. Хаммерманна, Н. Шмелева, Г. Явлинского, Е. Ясина и др., более узкие проблемы оценки влияния различных факторов на уровень инфляции рассматриваются в работах М. Афанасьева, А. Баранова, Д. Белоусова, А. Клепача, Е. Гурвича, А. Пителина, В. Пугачева, Н. Райской, Я. Сергиенко, Н. Сулова, Р. Филера, А. Френкеля, И. Ханусека и др. Наконец, особенностям денежной политики в связи с проводимой антиинфляционной политикой посвящены работы Дж. Брада, В. Бурлачкова, Дж. Готтшалка, М. Головнина, С. Дробышевского, И. Йонаса, П. Келлера, К. Корищенко, И. Корхонена, П. Кристофферсена, М. Куликова, А. Кутана, Д. Левченко, С. Моисеева, Д. Мура, Р. Мусаева, Т. Ричардсона, А. Улюкаева, Р. Уэскотта, С. Трунина, Г. Фетисова, П. Шиклоша и др.

Вместе с тем, несмотря на столь обширную библиографию, проблемы инфляции и антиинфляционной политики нельзя считать решенными.

В большинстве работ, публикуемых в России, инфляция рассматривается как самостоятельный макроэкономический феномен вне связи с какой-либо макроэкономической концепцией. В связи с этим и набор факторов, влияющих на инфляционные процессы, действие которых анализируется, формируется в значительной степени субъективно. Анализ влияния тех или иных факторов зачастую ограничивается статистическими иллюстрациями, но не эконометрическим анализом. При рассмотрении антиинфляционной политики рекомендации, зачастую, мало связаны с теоретическим анализом, отсутствуют критерии оценки проводимой антиинфляционной политики. В качестве объекта исследования, как правило,

рассматривается экономика России, и даже не ставится задача выявления общих закономерностей инфляционных процессов для переходной экономики. Такая же фрагментарность присуща и исследованиям, посвященным антиинфляционной политике.

В мировой экономической литературе при значительном количестве работ, посвященных как теоретическим микро- и макроэкономическим основаниям инфляционных процессов, так и их эмпирическому анализу, объектом изучения обычно является развитая рыночная экономика. В тех же случаях, когда внимание исследователей обращается на страны с переходной экономикой, объектом изучения становятся лишь страны, наиболее продвинувшиеся по пути рыночных преобразований, при этом теоретическая часть, как правило, служит лишь преамбулой к эмпирическому анализу.

Таким образом, в современной экономической науке существует необходимость разработки теоретической концепции, раскрывающей закономерности инфляционных процессов в переходной экономике, а также причины выбора государством той или иной модели антиинфляционной политики.

Гипотеза исследования. В качестве основной гипотезы исследования выдвинуто предположение том, что инфляционные процессы в переходной экономике, в целом, подчиняются общим макроэкономическим закономерностям, и, следовательно, могут быть исследованы с помощью современных макроэкономических моделей, на основании чего можно выявить наиболее результативные типы антиинфляционной политики для стран с переходной экономикой.

Целью исследования является формирование целостной научной макроэкономической концепции, содержащей объяснение инфляционных процессов в условиях радикальных реформ в переходной экономике и подходы к выбору соответствующей антиинфляционной политики, а также выработка методологических и методических основ оценки результативности этой политики.

Данная цель предопределила постановку и последовательное решение следующих **задач исследования**:

- определить социально-экономическое пространство стран с переходной

экономикой как пространство развертывания экономических реформ и протекания инфляционных процессов;

- выявить содержания инфляции как макроэкономического и институционального феномена;

- раскрыть механизмы инфляции и факторы, влияющие на нее в условиях радикальных реформ в переходной экономике;

- сформулировать макроэкономическую модель, адекватно описывающую инфляционные процессы в переходной экономике и определить наиболее результативный, в соответствии с данной моделью, тип антиинфляционной политики;

- провести сравнительный анализ типов антиинфляционной политики;

- раскрыть макроэкономическое содержание таргетирования инфляции;

- обосновать издержки и выгоды инфляции и определить оптимальный темп инфляции для переходной экономики;

- выполнить анализ практики денежной антиинфляционной политики в странах с переходной экономикой;

- оценить результативность различных типов антиинфляционной политики в странах с переходной экономикой;

- оценить перспективы антиинфляционной политики после завершения финансового кризиса.

Объект исследования – инфляционные процессы и антиинфляционная политика в переходной экономике.

Предмет исследования – факторы, влияющие на инфляцию, и закономерности инфляционных процессов в переходной экономике, обуславливающие выбор вариантов антиинфляционной политики и ее результативность.

Область исследования соответствует пункту: 1.3. (Макроэкономическая теория: теория инфляции) паспорта научной специальности ВАК РФ 08.00.01 «Экономическая теория».

Научная новизна результатов исследования, полученных лично автором, состоит в следующем.

1. Разработан метод анализа развития переходной экономики, суть которого

заключается в последовательной оценке уровня макроэкономической и институциональной готовности к реформам, а затем результативности проведенных реформ на основе сравнительной статистики. Предложено и обосновано использование в теоретическом анализе понятий: «готовность» к успешной трансформации, «усталость» населения от экономических проблем, «модифицированный» индекс нищеты, отличающийся от традиционного установлением различных весовых коэффициентов для инфляции и безработицы в зависимости от уровня инфляции. Сформированы интегральные показатели готовности к реформам и результативности реформ (с. 33-44, 46-66).

2. На методологическом уровне раскрыто содержание инфляции в развитии взглядов на нее, что позволило выявить влияние на инфляционные процессы не только общего экономического развития, но и особенностей экономик отдельных групп стран и регионов на том или ином историческом этапе. Выявлены микроэкономические основания, на которые опирается инфляция как макроэкономическая категория в наиболее типичных для современной экономики условиях монополистической конкуренции, связанные с поведением экономических субъектов (домашних хозяйств и фирм) (с. 67-83, 142-144, 166-170).

3. Доказано влияние на инфляцию в качестве факторов длительного производственного цикла, внутриотраслевой и межотраслевой неравномерности научно-технического прогресса, природных факторов и факторов, связанных с демографическими процессами. Это позволило выявить воспроизводственные основы инфляционных механизмов. При обосновании влияния внутриотраслевой неравномерности научно-технического прогресса на инфляцию введено понятие «эффект монопольного прорыва» (с. 84-90).

4. Предложен подход к классификации различных групп макроэкономических и институциональных факторов, влияющих на инфляцию в условиях переходной экономики, заключающийся в выделении отдельных групп факторов в зависимости от силы влияния (от изменения предложения денег до уровня экономической и политической свободы), что позволяет выявить влияние на инфляцию изменений в экономической политике (с. 113-131).

5. Выявлены особенности поведения домашних хозяйств и фирм в условиях переходной экономики, на основании которых определены специфические черты модели нового неоклассического синтеза и вытекающей из нее новой модели *IS-LM* для случая переходной экономики (с. 147-150, 172-173).

6. Предложено учитывать особенности переходной экономики, такие как наличие положительных инфляционных шоков, значительного инфляционного потенциала, высокой общей неустойчивости экономики при макроэкономическом моделировании таргетирования инфляции (с. 170-172, 237).

7. Выявлен механизм негативного влияния инфляции на доходы фирм и домашних хозяйств через завышение уровня налогообложения, предложено объяснение существования более высоких издержек инфляции в условиях переходной экономики по сравнению с развитой рыночной экономикой (с. 239-242, 254-259).

8. Предложено использовать оптимальный уровень темпа роста цен не только как показатель, определяющий максимальную разность между выгодами и издержками от инфляции в конкретный момент времени, но и в качестве прогнозного уровня для выработки экономической политики. Выявлены факторы, влияющие на величину оптимального уровня инфляции в переходной экономике и позволяющие объяснить его отклонение от оптимальной величины в развитой рыночной экономике (с. 269-271, 276-287).

9. Введено понятие «результативности денежной политики» как меры соответствия реально проводимой денежной политики (избранного режима денежной политики) достижению ее основной цели – поддержания стабильного уровня цен. Предложены показатели результативности денежной политики, позволяющие не только ее оценивать, но и проводить соответствующие межвременные и межстрановые сравнения. Выявлены факторы, влияющие на выбор странами с переходной экономикой, того или иного режима денежной политики, что позволяет делать прогнозы возможных изменений в проводимой ими экономической политике (с. 335-336, 341-354, 356-362).

10. Предложен подход к объяснению причин финансового кризиса, основывающийся на том, что денежная политика и политика поддержания финансовой

стабильности (макропруденциальная политика) осуществляются отдельно с применением в каждом случае самостоятельных инструментов (с. 364-372).

Теоретическая и практическая значимость работы. *Теоретическая значимость диссертационной работы* заключается в разработке теоретико-методологического подхода и эконометрических методов выявления механизмов, порождающих инфляционные процессы в экономике. Полученные теоретические положения, выводы и предложения создают возможности для новых исследований макроэкономических процессов переходной экономики, а также разработки концептуальных основ перспективных направлений антиинфляционной политики. При разработке макроэкономических моделей переходной экономики, в том числе моделей, связанных с прогнозированием инфляции, можно использовать идеи, заложенные в концепции нового неоклассического синтеза, при исследовании состояния общества – использовать подходы, связанные с определением «усталости населения» от тех или иных негативных явлений экономического развития.

Практическая значимость результатов исследования заключается, во-первых, в разработке методов оценки влияния различных факторов на инфляцию и оценки результативности различных моделей антиинфляционной политики; во-вторых, в возможности использования результатов исследования государственными органами при анализе инфляционных процессов, оценке факторов, их порождающих и разработке мер по повышению результативности проводимой антиинфляционной политики. При принятии тех или иных антиинфляционных мер следует учитывать роль наиболее влиятельных факторов – изменения предложения денег и адаптивных инфляционных ожиданий. При принятии мер по более широкому кругу проблем экономического развития важно учитывать их возможное влияние на инфляцию.

Методология и методы исследования. Методологическая основа исследования состоит в использовании генетического и аналитического методов, современных достижений в таких областях экономической науки как макроэкономика, прежде всего теория нового неоклассического синтеза, монетарная экономика, политическая экономия, институциональная экономика. Результаты исследования

опираются на фундаментальные теоретические и эмпирические работы ведущих российских и зарубежных исследователей, посвященных анализу инфляции, факторов, на нее влияющих, и проводимой антиинфляционной политики.

Исследование основывается на системном подходе к анализу экономических процессов и явлений: используются как общенаучные методы – абстрактно-логический, анализ и синтез, дедукция и индукция, наблюдения, аналогии, типологизация, так и частные методы – макроэкономическое моделирование, статистический и экспертный анализ, эконометрический анализ. При проведении исследования применен современный эконометрический аппарат, основанный на использовании панельных данных: модели панельных данных с фиксированными эффектами (panel data fixed effect model), модели с панельной корректировкой стандартных ошибок (ordinary least squares model with panel-corrected standard errors) и логит модели (logit model). Эти модели позволили при оценке данных учитывать специфические особенности каждого объекта (каждой страны с переходной экономикой).

Информационная и эмпирическая база исследования. Эмпирическая часть работы основана на статистических данных 27 стран с переходной экономикой за период с 1994 по 2006 годы. Источниками статистической информации являются материалы статистических ведомств и центральных банков стран с переходной экономикой, а также материалы международных организаций: Международного валютного фонда – World Economic Outlook, International Financial Statistics, Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework, De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework; Мирового банка – Worldwide Governance Indicators; Европейского банка реконструкции и развития – Selected Economic Indicators, Structural Change Indicators, Transition Indicators by Country; ЮНИСЕФ – базы данных TransMONEE; Фонда «Наследие» (Heritage Foundation) – Index of Economic Freedom; Freedom House – Freedom in the World; Центра международных сравнений производства, доходов и цен Пенсильванского университета – Penn World Table Version 6.3.

Положения, выносимые на защиту.

1. Предложен новый подход к анализу развития переходной экономики как социально-экономического пространства, где разворачиваются радикальные экономические преобразования, содержащий в основе своей последовательную оценку уровня макроэкономической и институциональной готовности к реформам, а затем результативности проведенных реформ. Получено подтверждение гипотезы о том, что развитие экономических реформ и их результаты во многом были предопределены теми условиями, с которыми страны вступили в период реформ, «готовностью» этих стран к успешной трансформации, которая, в свою очередь, определялась не только уровнем экономического развития и финансовой сбалансированности, но и связанной с этими факторами «усталостью» населения от старой экономической модели и его желанием скорее ощутить результаты преобразований.

2. Раскрыто содержание инфляции как макроэкономического и институционального феномена, опирающегося на микроэкономические основания, связанные с поведением экономических субъектов и представляющего собой сложное взаимодействие четырех групп факторов: шоков спроса и предложения, инерции (ожиданий) и влияния институтов.

3. Выявлено существование трех групп экономических механизмов, порождающих инфляцию: инвестиционных; механизмов, связанных с внутриотраслевой и межотраслевой неравномерностью научно-технического прогресса; механизмов, возникающих под влиянием естественных факторов (природных и демографических). Доказана инфляциогенность таких механизмов, а также возможность возникновения факторов, противодействующих влиянию этих механизмов, которые носят краткосрочный и среднесрочный характер.

4. Доказано, что среди множества общеэкономических и специфических факторов, влияющих на инфляцию в период радикальных экономических реформ, наиболее существенную роль играют следующие: предложение денег и адаптивные инфляционные ожидания; либерализация цен, внешнеэкономическая либерализация, реструктуризация предприятий; повышение общего уровня экономиче-

ской и политической свободы. Не получили подтверждения гипотезы о существенном влиянии на инфляцию цен на энергоносители и изменения экономической активности в странах – торговых партнерах.

5. Обоснована возможность использования модели нового неоклассического синтеза и вытекающей из нее новой модели *IS-LM* в качестве методологической основы для анализа макроэкономических процессов, в том числе инфляции, протекающих в переходной экономике. Проведена корректировка модели для условий переходной экономики с учетом специфических особенностей поведения домашних хозяйств и фирм. Показано, что режимом антиинфляционной денежной политики, адекватным модели нового неоклассического синтеза, является режим таргетирования инфляции, преимущества которого по сравнению с другими режимами современной денежной политики получили подтверждение в результате сравнительного анализа.

6. Макроэкономическая модель таргетирования инфляции адаптирована для условий переходной экономики, что позволило обосновать возможность ее использования для оценки результатов восстановления макроэкономического равновесия после воздействия инфляционных шоков.

7. Разработана модель оценки потери доходов вследствие искажающего влияния инфляции на доходы фирм и домашних хозяйств через завышение уровня налогообложения. На основе оценки возможных издержек и выгод инфляции для стран с переходной экономикой и их сравнения с аналогичными видами издержек и выгод в развитой рыночной экономике, показано, что в странах с переходной экономикой издержки инфляции (инфляционный налог) выше, при этом инфляция больше используется в качестве источника сеньоража – дополнительного дохода государства.

8. Обосновано утверждение о том, что при существовании инфляционных шоков оптимальный уровень инфляции достаточно низкий и положительный. Доказано, что оптимальный уровень инфляции для переходной экономики должен быть выше оптимального уровня инфляции в странах с развитой рыночной экономикой, и дана его количественная (интервальная) оценка.

9. Разработана методология анализа результативности денежной политики и методика ее оценки, на основе которых проведено сравнение результативности денежной политики в разных странах при использовании различных ее режимов. Сделан вывод о том, что, с точки зрения противодействия инфляции, более высокая результативность достигается в случае применения режима таргетирования инфляции.

10. Определены закономерности выбора режимов антиинфляционной денежной политики в странах с переходной экономикой. Более крупные страны тяготеют к режиму таргетирования инфляции, а малые страны – к режиму таргетирования валютного курса, причем в одной из наиболее жестких его форм – форме валютного правления. Показано, что неразвитость финансового сектора и наличие дефицита государственного бюджета в большей степени побуждает страны прибегать к таргетированию валютного курса, а по мере повышения уровня развития финансового сектора и снижения бюджетного дефицита происходит «смещение» в сторону таргетирования инфляции, в таком же направлении влияет и повышение эффективности действий правительства.

11. Доказано, что, в условиях финансового кризиса и в целях преодоления его последствий, нет необходимости вносить кардинальные изменения в проводимую антиинфляционную денежную политику, поскольку главной причиной финансового кризиса явилась не проводимая денежная политика, а недостатки в проведении политики финансовой стабильности (макропруденциальной политики). Показано, что сама по себе денежная политика не в состоянии гарантировать финансовую стабильность, поскольку для обеспечения последней необходимы специфические инструменты. При этом уровень финансовой стабильности, через финансовые рынки, оказывает определенное влияние на денежную политику, а некоторые меры, обычно относимые к денежной политике, могут способствовать достижению финансовой стабильности.

Степень достоверности и апробация результатов. *Достоверность* результатов исследования обеспечивается использованием фундаментальных положений современной макроэкономической теории, представительным и достовер-

ным статистическим материалам, включающим данные по 27 странам с переходной экономикой за тринадцатилетний период, источниками которых являются статистические органы, центральные банки и международные экономические организации; использованием новейших эконометрических методов для анализа собранных статистических данных и проверки теоретических положений, выдвигаемых автором.

Апробация результатов исследования: основные положения и результаты диссертационного исследования были доложены и обсуждены на следующих конференциях и семинарах: научно-теоретическая конференция слушателей кафедры политической экономии ИПК при ЛГУ (Ленинград, 1990), Всесоюзная конференция «План и рынок в современных экономических системах» (Ленинград, 1990), ежегодные конференции профессорско-преподавательского состава НИСИ-НГАС-НГАСУ (Новосибирск, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 2005), республиканская конференция «Монополия и конкуренция при переходе к регулируемому рынку» (Кемерово, 1992), республиканские конференции «Россия на пути реформ» (Челябинск, 1995, 1996, 1997, 1998), Всероссийские конференции преподавателей и научных работников технических вузов «Рынок: проблемы переходной экономики» (Новосибирск, 1997, 1999, 2003, 2010), методологические семинары Российской программы экономических исследований (Москва, 1997, 1998, 1999, 2000), республиканская конференция «Теория и практика становления институтов рынка в постсоветской России» (Новосибирск, 2001), международные конференции «Enterprise in Transition» (Хорватия, 2001 и 2003), итоговая конференция 4 тура грантового конкурса «Социальная политика: реалии XXI века» (Москва, 2003), семинары в рамках курса «Макроэкономика» в Лондонской школе экономики и политических наук (Лондон (Великобритания), 2004), межрегиональная конференция Независимого института социальной политики «Социальная политика региона: проблемы и перспективы развития» (Саратов, 2004), международная конференция «Использование экономико-математических методов в науке, управлении и образовании» (Новосибирск, 2009), международная научно-практическая конференция «Социально-экономические и культурные проблемы

современной России» (Новосибирск, 2011), Всероссийская конференция «Трансформация российской национальной экономической системы» (Новосибирск, 2012).

Результаты исследований, представленные в диссертационной работе, были получены при поддержке Российской программы экономических исследований (EERC) (гранты 1997, 1998, 1999 годов), Независимого института социальной политики (грант 2002 года), Международного научного фонда экономических исследований академика Н.П. Федоренко (грант 2008 года).

Теоретические положения и результаты исследования применяются в Сибирском университете потребительской кооперации при чтении курсов «Макроэкономика», «Макроэкономика (продвинутый уровень)», «Мировая экономика», «Международные экономические отношения», «Влияние режима валютного курса на экономическое развитие страны».

Публикации. Результаты диссертационного исследования нашли отражение в 71 опубликованной работе общим объемом более 100 п.л. (авторский вклад – 91,2 п.л.). Среди них 2 монографии, одно учебное пособие, семнадцать статей в ведущих научных изданиях и журналах, рекомендованных ВАК.

Объем и структура диссертации. Работа состоит из введения, шести глав, заключения, списка литературы, включающего 431 наименование, списка иллюстративного материала и шести приложений, содержит 387 страниц основного текста, 5 таблиц и 6 рисунков; приложения содержат 45 таблиц.

Во **введении** обоснована актуальность темы диссертационного исследования, показана степень ее разработанности, сформулированы цели и задачи исследования, научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, раскрыты методология и методы исследования, положения, выносимые на защиту, степень достоверности, представлена апробация результатов.

В **первой главе** «Характеристика социально-экономического пространства постсоциалистических стран» рассматривается формирование и развитие того социально-экономического пространства, которое получило название переходная экономика; здесь на основе принципа сравнительной статики сопоставляются

экономическая ситуация в социалистических странах, накануне их вступления в период радикальных экономических реформ и результаты, к которым они пришли по истечении 10-12 лет после начала реформирования.

Во **второй главе** «Сущность и механизмы инфляции» раскрывается сущность и конкретные экономические механизмы инфляции. При этом содержание инфляции раскрывается параллельно с анализом изменений взглядов исследователей на сущность и причины инфляции по мере развития экономической науки. Значительное место в этой главе занимает и рассмотрение экономических механизмов инфляции в переходной экономике, в том числе детальный анализ факторов, влияющих на инфляцию в странах, проводящих радикальные экономические реформы.

Третья глава «Макроэкономические основания инфляции и антиинфляционной политики» посвящена рассмотрению макроэкономических оснований инфляции – концепции и модели «нового неоклассического синтеза» и развитию этой модели для случая переходной экономики. С помощью данной модели раскрываются микроэкономические основания инфляции и обосновываются черты, которыми должна обладать потенциально наиболее результативная антиинфляционная политика.

В **четвертой главе** «Современная антиинфляционная денежная политика» раскрывается содержание современной денежной политики как политики антиинфляционной; рассматриваются различные типы современной денежной политики, выявляются их сильные и слабые стороны как политики противодействия инфляции. Особое внимание уделяется содержанию политики таргетирования инфляции, которая, исходя из модели «нового неоклассического синтеза» и из сравнительного анализа различных типов денежной политики, представляется потенциально наиболее результативной формой антиинфляционной политики.

В **пятой главе** «Издержки, выгоды и оптимальный темп инфляции» рассматриваются издержки и выгоды инфляции, на основе их анализа формулируются подходы к определению оптимального темпа инфляции и обосновывается оптимальный темп инфляции для стран с переходной экономикой.

Шестая глава «Денежная политика в условиях радикальных экономических реформ в странах с переходной экономикой» посвящена опыту осуществления антиинфляционной денежной политики в условиях радикальных реформ в странах с переходной экономикой и оценке результативности этой политики применительно к ее разнообразным моделям, а также оценке перспектив антиинфляционной политики после завершения финансового кризиса.

В заключении изложены итоги исследования, сформулированы основные выводы, рекомендации и перспективы дальнейшей разработки темы.

Глава 1. ХАРАКТЕРИСТИКА СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОСТРАНСТВА ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ СТРАН

1.1. Социально-экономические условия на начальном этапе радикальных реформ

При исследовании проблем инфляции и антиинфляционной политики в реформируемой экономике необходимо исходить из специфики того «поля», на котором разворачиваются инфляционные процессы и, следовательно, осуществляется антиинфляционная политика.

Практика социально-экономических преобразований в бывших социалистических странах привела к необходимости переоценки этих преобразований как с точки зрения их внутреннего содержания, так и с точки зрения форм, в которых протекают эти преобразования.

Первоначальная оценка начинающихся преобразований, как правило, формулировались в виде «улучшения, совершенствования» существующей социально-экономической модели, и, в зависимости от глубины изменений, продуцируемых теми или иными конкретными механизмами, сами эти механизмы назывались либо просто экономическими реформами, либо радикальными экономическими реформами.

Впоследствии стало совершенно ясно, что, независимо от первоначальных заявлений, характер преобразований не сводился к улучшению старой социально-экономической модели, но представляет собой переход от одной модели к другой. А сам механизм (форма протекания) перехода может быть назван трансформационными реформами.

Наиболее общей характеристикой экономики постсоциалистических стран является её оценка как экономики переходной или трансформируемой. Последний термин представляется более точным, поскольку подразумевает наличие некоего активного начала в самом процессе перехода.

Вместе с тем для общества в целом понятие переходного периода может трактоваться в более широком аспекте. Можно согласиться с мнением Г. Ракит-

ской, связывающей реальный переход к новому общественному строю с наличием многовариантности будущего и, следовательно, существованием исторического выбора как «процесса и результата формирования качественной специфики общества в условиях реальной многовариантности (разновариантности) социального типа будущего, порождаемой революционной борьбой противостоящих социальных сил, каждая из которых отстаивает свой путь выхода из общественного кризиса» [107, с. 87]. В связи с этим «под переходным периодом следует понимать период времени, в течение которого совершается процесс исторического выбора» [там же]. Отсюда вытекает и следующий вывод: «если направленность общественных преобразований уже определилась и стала необратимой, то нет никакой необходимости говорить о переходном периоде, поскольку исторический выбор уже позади» [там же].

Принятие такого подхода, с одной стороны, требует постановки и решения целого ряда проблем, необходимых для характеристики современного постсоциалистического социально-экономического пространства. С другой стороны, на наш взгляд, облегчает формулировку наиболее общего качественного определения того исторического этапа, на котором в настоящее время находятся постсоциалистические страны. В литературе эта формулировка получила название «системная трансформация» (см. [125, 130]).

Понятие «социально-экономическое пространство» включает в себя как чисто экономическую компоненту – «экономическое пространство¹ – пространство, на котором ведется хозяйство» [43, с.175], так и социальную компоненту – всю совокупность экономических и социальных отношений между экономическими субъектами, возникающих на экономическом пространстве. К постсоциалистическому социально-экономическому пространству может быть применена используемая в региональной экономике концепция локалитетов, т.е. все социально-экономическое пространство может быть разбито на отдельные подпространства

¹ Вообще, проблема экономического (социально-экономического) пространства разрабатывалась и разрабатывается до настоящего времени, в основном исследователями региональной экономики. Подробный, хотя и далеко не исчерпывающий обзор различных подходов к определению экономического пространства дан в [9]

– локалитеты, в качестве которых выступают экономики отдельных постсоциалистических стран. Такие локалитеты могут иметь как сходные, так и различающиеся социально-экономические характеристики, что позволяет использовать в анализе различные группировки локалитетов.

Еще один важный элемент социально-экономического пространства – его изменчивость во времени. В каждый данный момент времени социально-экономическое пространство имеет свои характеристики, которые могут отличаться от его характеристик в другой момент времени. Сопоставление характеристик социально-экономического пространства разные моменты времени определяет вектор его развития и позволяет давать оценки происшедшим изменениям.

К упомянутым выше проблемам, решение которых необходимо для характеристики современного постсоциалистического социально-экономического пространства, упомянутым выше, следует отнести, в частности: определение критериев завершенности переходного периода; характер хода преобразований в экономике.

При этом сама завершенность переходного периода может трактоваться двояко: во-первых, как завершенность исторического выбора, во-вторых, как завершенность некоторой (промежуточной) ступени в развитии общества и выход на новую ступень.

В первом случае, на наш взгляд, можно говорить о двух группах критериев завершенности исторического выбора (по крайней мере, в определении общего вектора движения общества): во-первых, критерии институциональные, во-вторых, критерии уровня экономического развития. К первым следует отнести такие признаки как возникновение института частной собственности, создание рыночной инфраструктуры, формирование соответствующей социальной структуры, причем даже в том случае, если эти институты находятся на начальной стадии зрелости. В качестве основного критерия второй группы может быть использован показатель валового внутреннего продукта на душу населения. Смысл использования подобного двустороннего критерия состоит в том, что невысокий уровень экономического развития (низкая величина ВВП на душу населения) даже при де-

кларированной сверху частной собственности и существовании тех или иных элементов рыночной инфраструктуры не позволяет говорить о наличии реального движения по «объявленному» направлению и, следовательно, о завершенности исторического выбора.

Во втором случае следует согласиться с мнением Г. Колодко, что завершением переходного периода² можно считать создание действительно полноценной рыночной экономики [45, с. 46].

Что касается характера преобразований, то во всех постсоциалистических странах происходят изменения в экономике – ее трансформация в некоторое иное качество.

Общее содержание процесса трансформации, в самой абстрактной форме, может быть сведено к «уходу» от плановой (командной) системы хозяйства и движению (переходу) к рыночной системе в различных ее вариантах или, по крайней мере, декларированию такого движения и попытках его начала на практике. Само понятие «системная трансформация» охватывает как страны определяющие («делающие») свой исторический выбор, так и страны, которые уже его сделали. При этом завершением процесса трансформации, очевидно, станет формирование некоторой зрелой модели рыночного хозяйства.

Состояние переходности (трансформируемости) экономики означает, что, с одной стороны, разрушаются механизмы, обеспечивающие стабильное функционирование прежней социально-экономической модели в рамках присущих ей ограничений, а с другой – происходит формирование новых механизмов и способов регуляции экономической жизни общества. Здесь также нельзя не учитывать, что в рамках одной национальной экономики скорость как разрушения старого, так и формирования нового по различным причинам как объективного, так и субъективного характера, в различных отраслях и регионах неодинакова, что может приводить к сосуществованию экономических секторов (подсистем), нахо-

² В данной работе не ставится задача сделать вывод о завершенности или незавершенности переходного (трансформационного) периода в той или иной стране или во всех переходных экономиках в целом. Эта проблема с разной степенью интенсивности обсуждается в научной литературе (см. например, [73]).

дящихся на различных стадиях трансформации: от почти полностью подпадающих под критерии командной экономики до практически рыночных структур. Разумеется, и завершение трансформации не будет означать абсолютной одинаковости экономических механизмов во всех секторах экономики: степень экономической свободы, например, в легкой промышленности всегда будет выше, чем в производстве вооружений.

Вполне понятно, что в таком состоянии экономика (да и общество в целом) не может быть устойчивым как с точки зрения его оценки как некоторой целостности, так и с точки зрения взаимодействия отдельных его секторов и экономических субъектов.

В первом случае неустойчивость (нестабильность) вызвана состоянием «безвременья», переходности (трансформации) как таковой, отсутствием зрелой экономической структуры. Эта неустойчивость проявляется, во-первых, в отсутствии сложившихся правил поведения экономических субъектов и, следовательно, в стремлении их, так или иначе, навязать свои представления об этих правилах другим субъектам. Во-вторых, в неизбежной нестабильности, по крайней мере, относительной, социально-экономической политики, поскольку она становится в значительной степени определяемой интересами различных социальных групп, оказывающих свое воздействие на правительство.

Во втором случае нестабильность вызывается неодинаковостью механизмов взаимодействия экономических субъектов внутри различных секторов и между секторами и постоянными измерениями в этих механизмах взаимодействия.

Экономический субъект, принимая какие бы то ни было решения, учитывает как свои собственные представления о рациональности тех или иных действий, так и представления других субъектов – своих контрагентов, которые, во-первых, являются различными, а во-вторых, меняются во времени под влиянием различных обстоятельств. Прежде всего, под влиянием изменений в проводимой социально-экономической политике.

В этом случае нестабильность состоит в высокой степени неопределенности достижения долгосрочных целей различных экономических субъектов в связи отсутствием возможности сколько-нибудь надежного прогнозирования, или значительной многовариантностью таких прогнозов.

В условиях отсутствия экономических институтов, соответствующих требованиям зрелой рыночной экономики, и зависимости хода трансформации от осуществляемой социально-экономической политики и других факторов «неэкономического типа» неизбежной становится и многовариантность самого хода трансформации, в рамках возможностей, ограничиваемых собственно экономикой (технологией, структурой производства – отраслевой и «размерной», и т.п.).

Более того, неодинаковость характеристик «исходного пункта» трансформации с высокой степенью вероятности может привести к неодинаковости и её «конечного пункта», или, по крайней мере, достигнутого «промежуточного пункта» – «конечного пункта» некоторого этапа трансформации. Объясняется это, во-первых, степенью близости социально-экономических и социально-политических характеристик того или иного государства к некоторой «стандартной» модели будущего общества, во-вторых, историческими «корнями» самих коммунистических преобразований, т.е. тем, что представляло собой хозяйство той или иной страны в момент начала формирования социалистической экономики. Наконец, в-третьих, хотя это может играть и решающую роль – представлениями руководства страны, осуществляющего практические действия по трансформации экономики и общества, о той модели социально-экономического устройства, которая должна сформироваться в том или ином государстве.

Вместе с тем, не следует трактовать процесс трансформации как возврат к естественному состоянию экономики, поскольку для подавляющего большинства стран в момент начала формирования командной экономики уровень развития рыночных институтов был не очень высок, то и возврат мог бы произойти не к докоммунистическим условиям, а к докапиталистическим.

Исходные условия стран Центральной и Восточной Европы, включая государства, образовавшиеся на территории бывшего СССР, переживающие в насто-

ящее время процесс трансформации, можно сгруппировать по критериям экономической и социально-политической «готовности» к успешной трансформации.

К экономическим критериям целесообразно отнести:

величину ВВП на душу населения; дефицит государственного бюджета; монетизацию ВВП; чистую внешнюю задолженность; изменение ВВП в период, предшествующий началу реформ; инфляцию (индекс потребительских цен) в период, предшествующий началу реформ; уровень либерализации цен (доля свободных цен); долю частного сектора в ВВП; долю стран СЭВ в общем объеме экспорта, или долю стран ОЭСР в общем объеме экспорта.

Эти показатели целесообразно сгруппировать по следующим направлениям.

Первое направление можно обозначить как готовность общества к реформам: насколько общество своим предшествующим развитием подготовлено к экономической трансформации с минимальными издержками. При этом можно выделить подгруппы, характеризующие, во-первых, уровень экономического развития, во-вторых, уровень финансовой сбалансированности, в-третьих, решение (начало решения) в рамках прежней экономической системы некоторых задач, которые, строго говоря, должны решаться в ходе самой трансформации.

Из приведенного выше перечня к первой подгруппе группы можно отнести: величину ВВП на душу населения, доля стран СЭВ в общем объеме экспорта (доля стран ОЭСР в общем объеме экспорта); ко второй подгруппе - дефицит государственного бюджета, чистая внешняя задолженность, монетизация ВВП; к третьей - уровень либерализации цен (доля свободных цен), доля частного сектора в ВВП.

Оценка фактических показателей по каждой подгруппе позволяет оценить степень экономической готовности общества того или иного государства к реформам. Критерии в этом случае вполне понятны. Для первой подгруппы - чем выше величина ВВП на душу населения, тем выше уровень материального благосостояния и, следовательно, устойчивость, в определенных пределах, к возможным экономическим трудностям при проведении трансформации. Структура внешней торговли (доля экспорта в страны СЭВ и в страны ОЭСР) будет свиде-

тествовать, с одной стороны, о степени зависимости страны от экономических связей со странами СЭВ, которые далеко не всегда строились на рыночных принципах, и, в связи с этим, о возможных последствиях шока, вызванного распадом СЭВ, а с другой – о степени конкурентоспособности производимой продукции на мировых рынках.

Для второй подгруппы – меньший дефицит государственного бюджета свидетельствует о меньших финансовых диспропорциях, об этом же свидетельствует и, при прочих равных условиях, более высокий уровень монетизации ВВП, наконец, меньший уровень внешней задолженности, облегчает давление на экономику и возможности получения и использования иностранной экономической помощи.

Для третьей подгруппы – более высокая доля свободных цен и большая доля частного сектора в ВВП является свидетельством того, что осуществлена соответствующая часть преобразований.

Важным компонентом, определяющим степень готовности того или иного государства к экономической трансформации являются ожидания населения, его вера в то, что трансформация позволит решить все проблемы, с которыми общество сталкивается. Представляется, что глубина экономического спада и уровень инфляции в период до начала трансформационных реформ могут стать показателями, характеризующими «усталость населения» от старой экономической модели и его желание скорее ощутить результаты экономических преобразований, однако, в ситуации невысокого исходного уровня благосостояния отсутствие быстрых результатов реформ может привести к разочарованию в них.

Однако для анализа процессов радикального реформирования – экономической трансформации – наряду с чисто экономическими факторами, не менее важное значение имеют социально-политические аспекты реформирования. К ним следует отнести, прежде наличие политических и социальных сил, заинтересованных в процессе трансформации, их соотношение с силами, придерживающимися иных взглядов, а также влияние профсоюзов (организаций рабочих в широком плане), которые, при одних обстоятельствах, могли стать мощной силой поддерживающей перемены, а при других – сопротивляться им.

В этой связи можно выделить следующие группы государств³:

1. Группа стран, в которых господствовали политические и социальные силы, заинтересованные в процессе трансформации, при этом выдвигались лозунги не только экономической, но системной трансформации, отсутствовали сколь-нибудь принципиальные разногласия, по крайней мере среди тех, кто ратовал за трансформацию, по вопросам о стратегии реформ и основных характеристик того социально-экономического устройства общества, которое должно сформироваться в результате проводимых преобразований⁴. В подавляющем большинстве случаев в этой группе стран идеи реформирования как такового дополнялись идеями обретения политической самостоятельности (в некоторых случаях политической независимости), выхода из-под опеки СССР. К этой группе стран можно отнести: Чехословакию (особенно, Чехию), Польшу, Венгрию, страны Балтии, некоторые республики бывшей СФРЮ.

2. Группа стран, в которых политические и социальные силы трансформации своей первой задачей ставили трансформацию тоталитарного (коммунистического) политического режима в режим демократический, как правило, это сопровождалось постановкой задач национального самоопределения. Проблемы радикального экономического реформирования (экономической трансформации) либо не были подробно разработаны, либо в обществе существовали острые противоречия не только между социальными силами, выступающими за и против трансформации вообще, но и между различными социальными силами, поддерживающими тот или иной вариант экономического реформирования. Такие государства были изначально обречены либо на поиск и разработку (восприятие какого-то предложения извне – со стороны международных финансовых организаций) стратегии и тактики экономических преобразований, либо на постоянное столкновение различных социальных сил при поведении экономических реформ и

³ Мы не рассматриваем в нашем анализе ГДР, поскольку в этом случае трансформация произошла в форме поглощения одного государства другим.

⁴При этом не имеет значения, сложилось ли это «единство взглядов» спонтанно, либо стало результатом дискуссий и «разъяснительной работы», как, например, в Чехословакии.

неизбежных колебаниях курса экономической трансформации⁵. К этой группе стран могут быть отнесены такие государства как: Болгария, Албания, Румыния, часть республик бывшей Югославии и большинство республик бывшего СССР – Россия, Украина, Беларусь, Молдова, Армения, Грузия, Азербайджан.

3. К третьей группе стран, которые оказались буквально «вброшенными» в некоторый процесс трансформации относятся центрально-азиатские республики бывшего СССР: Казахстан, Киргизия, Узбекистан, Туркмения и Таджикистан. Для них характерна ситуация, когда правящая элита вновь возникших государств должна была одновременно и определять свое отношение к процессам трансформации, так или иначе развертывающимся на пространствах бывшего СССР, и выбирать ту модель социально-экономического устройства, достижение которой является желательным в результате процесса трансформации, и которая наиболее приемлема для дальнейшего развития того или иного государства.

Можно сказать, что в государствах, относящихся к первой группе, с одной стороны, существовало относительное единство взглядов элиты на стратегию и тактику системной трансформации, а с другой – основная часть населения имела представление о направлении трансформации, верила в быстрые положительные результаты ее, зачастую испытывая эйфорию по этому поводу.

В государствах второй группы, во-первых, отсутствовало единство элиты по отношению как к самой трансформации, так и к направлениям ее развертывания, либо стратегия трансформации не была строго определена: «ясно, что надо было разрушить, но не ясно, что же надо создавать»; во-вторых, основная часть населения, испытывая эйфорию в связи с ожиданиями быстрых результатов реформирования, далеко не всегда вполне представляла себе истинное направление трансформации, при этом существовали довольно многочисленные социальные группы – противники какой бы то ни было трансформации.

Наконец, в государствах, относящихся к третьей группе, для элиты была характерна практически полная неподготовленность к процессам трансформации

⁵В данном случае не имеет значения «качество» той или иной модели экономической трансформации.

(как теоретическая, так и организационная), население же, в подавляющем большинстве своем, вообще плохо представляло себе содержание и какие-либо возможные последствия рыночных преобразований.

Что касается профсоюзов и рабочего движения в целом, то, как правило, их влияние на начало процессов трансформации было крайне незначительным. Исключения могут составить Польша, Румыния и Болгария, где профсоюзы оказали различное – в Польше наиболее сильное, а Болгарии относительно более слабое – влияние на начало процесса трансформации. Однако это влияние носило ограниченный и, в определенном смысле, «деструктивный» характер. Ограниченность влияния состояла в том, что оно было связано, главным образом, лишь с политическими переменами, а «деструктивность» – с тем, что основной целью действий профсоюзов в этих странах было низвержение старого политического режима, однако отсутствовало сколько-нибудь целостное представление о характере необходимых преобразований в социально-экономической сфере и в обществе в целом.

Таким образом, можно говорить о наличии многообразных и разноплановых критериев, позволяющих характеризовать «степень готовности» той или иной национальной экономики и общества в целом к трансформационным реформам. Однако такое положение мешает сделать какой-то однозначный вывод. Для этого требуется либо выделить главный показатель, либо, с учетом неизбежной условности, сформировать некоторый интегральный показатель, позволяющий каким-то образом дать оценку исходного состояния той или иной страны к моменту начала трансформационных реформ.

Первый подход к решению проблемы заведомо представляется для нас неприемлемым, поскольку основной задачей является определение степени не только экономической, но и социально-политической готовности к трансформационным реформам. В этом случае речь может идти о выделении каких-либо главных критериев отдельно для экономического аспекта, отдельно – для социально-политического, а затем, так или иначе, встанет вопрос об их интеграции.

Попытки дать интегральную оценку процессам системной трансформации,

предпринимавшиеся до сих пор, во-первых, касались только экономической стороны трансформации, а во-вторых, имели своей целью дать оценку уже проведенных экономических преобразований или сравнить достигнутый уровень радикального реформирования с некоторым идеалом (лучшими показателями) достигнутым развитыми рыночными экономиками.

Наиболее близки к тем задачам, которые мы ставим в нашей работе, исследования, выполненные группой специалистов Мирового банка [213], и определение «индекса экономической свободы», предпринятое А. Илларионовым [38].

В первом случае на основании использования ряда показателей и экспертных оценок определялся частный индекс либерализации, величина, которого варьировалась от 0 (полное) отсутствие либерализации до 1 (полная либерализация), для трех сфер: внутреннего рынка, внешнеэкономических связей, частного сектора и банков. Затем путем взвешивания частных индексов определялся общий годовой индекс либерализации для данной страны (веса, принимались равными, соответственно, 0,3; 0,3; 0,4). Наконец, последним этапом становилось определение кумулятивного индекса либерализации путем суммирования годовых индексов каждой страны за ряд лет. Не вдаваясь в подробный анализ самой методики подобного определения результативности экономического реформирования⁶, следует лишь отметить, что данные выводы (общий индекс либерализации для года перед началом реформ) могли бы, в лучшем случае, стать одним из элементов оценки «экономической» готовности к преобразованиям.

Метод построения «индекса экономической свободы» А. Илларионовым, в целом схож, хотя и более удачен - оценивается степень либеральности проводимой экономической политики в четырех сферах: денежно-кредитной политике; государственном предпринимательстве; перераспределении и использовании ВВП; внешней торговле. Для определения величины индекса экономической свободы для каждой сферы выбирается один показатель (для денежно-кредитной политики - два), который соотносится с минимальным значением данного показателя для страны, принимаемой за эталон. Обратное значение данного соотношения

⁶ Критический разбор упомянутой работы дан А. Некипеловым [71].

для каждой сферы взвешивается (веса для каждой сферы и внутри сферы кредитно-денежной политики принимаются равными), и сумма этих значений формирует общий индекс экономической свободы.

Наиболее слабой стороной данного подхода является «относительность» самого индекса экономической свободы – его определение через сопоставление некоторой данной страны со страной-эталоном. Следовательно, индекс экономической свободы будет изменяться в случае изменений в экономической политике страны-эталона даже при отсутствии каких-либо изменений в экономической политике рассматриваемой страны. Использование в анализе, для стран с рыночной экономикой, средних показателей за двадцатилетний период (1975-1995 гг.), несомненно, снижает влияние годовых колебаний экономических показателей, однако вряд ли сказывается на влиянии такого искажающего фактора как цикличность проводимой экономической политики.

Предлагаемый нами подход к определению оценки «степени готовности» различных стран основан на группировке стран по тем или иным экономическим показателям и затем ранжированию их по принадлежности к той или иной группе. Такой подход позволяет, во-первых, снизить влияние ненадежности статистических данных⁷, во-вторых, при последующем анализе более точно выявить существующие закономерности трансформационных процессов, зависящие от «степени готовности» той или иной страны к радикальным экономическим реформам.

Как уже отмечалось выше, в рамках оценки «экономической готовности» к радикальным преобразованиям должны быть оценены уровень экономического развития, уровень финансовой сбалансированности и уровень «частичного решения» задач радикального реформирования в «предреформенный» период.

Главной характеристикой уровня экономического развития является объем валового внутреннего продукта на душу населения в год, предшествующий началу реформ, исчисленный по паритету покупательной способности валют. При этом страны не ранжируются строго в зависимости от величины данного показателя.

⁷ В публикациях специально посвященных межстрановым сравнениям отмечается, что «исходные статистические показатели иногда существенно разнятся по данным не только разных источников, но зачастую и одного и того же источника» [112, с. 104].

теля, а группируются в четыре группы.

К первой группе относятся наиболее развитые страны с величиной ВВП на душу населения более 8000 долл., ко второй - страны менее развитые, с объемом ВВП на душу населения от 6000 до 8000 долл., к третьей - страны с объемом ВВП на душу населения от 4000 до 6000 долл., к четвертой - наименее развитые в экономическом отношении страны с объемом ВВП на душу населения менее 4000 долл.

В соответствии со статистическими данными⁸ в первую группу (по алфавиту) вошли: Словения, Чехословакия, Эстония; во вторую – Беларусь, Венгрия, Латвия, Литва, Россия; в третью – Армения, Болгария, Грузия, Казахстан, Молдова, Польша, Украина, Хорватия, Югославия; в четвертую – Албания, Азербайджан, Киргизия, Македония, Румыния, Таджикистан, Туркмения, Узбекистан.

Однако нельзя забывать, что показатели ВВП на душу населения характеризуют главным образом количественную сторону экономического развития без учета структуры производства, соответствия производимой продукции требованиям мирового рынка, т.е. без учета качественной стороны уровня экономической зрелости.

Для характеристики качественного аспекта экономической готовности к преобразованиям может быть использована доля экспорта страны в развитые страны (страны-члены ОЭСР). При этом мы исходим из предположения, что продукция, экспортируемая в развитые страны, является продукцией, соответствующей требованиям мирового рынка, а продукция же, экспортируемая в страны с административно-командной экономикой, напротив, предполагается, отстающей по качеству от продукции первого направления экспорта.

Последнее предположение, разумеется, не вполне корректно, поскольку ставит на одну доску не только действительно низкокачественную промышленную продукцию, но и, например, сырье, экспортировавшееся бывшим СССР, т.е. прежде всего Россией, в другие страны бывшего СЭВ. Это было учтено при про-

⁸ Источники статистических данных: [7; 31; 35; 44; 76; 77; 78; 96; 111; 112; 113; 114; 115; 116; 235; 271; 384; 415].

ведении следующей группировки.

Как и в первом случае, все государства разбиты на четыре группы: в первую группу вошли страны, экспортировавшие в развитые страны на момент начала реформ 40 и более процентов от общего объема своего экспорта, во вторую группу - страны с долей экспорта в развитые страны от 25 до 40 процентов; в третью - с долей экспорта - от 10 до 25 процентов, четвертая группа - с долей экспорта в развитые страны менее 10 процентов от общего объема экспорта.

Применение такой шкалы к конкретным данным⁹ показало, что нет ни одной страны, которая относится к третьей группе. В первую группу вошли: Венгрия, Македония, Польша, Россия, Словения, Хорватия, Чехословакия, Югославия; во вторую – Албания и Румыния; в четвертую – все остальные страны: Азербайджан, Армения, Беларусь, Болгария, Грузия, Казахстан, Киргизия, Латвия, Литва, Молдова, Таджикистан, Туркмения, Узбекистан, Украина и Эстония.

Эти данные свидетельствуют о существенной дифференциации между различными странами в структуре товарного экспорта. По сути дела, можно говорить о двух полюсах “готовности” к будущим внешнеторговым шокам. С одной стороны, страны, в силу тех или иных обстоятельств вовлеченные в активную торговлю со странами с развитой рыночной экономикой¹⁰, с другой стороны, - страны (республики бывшего СССР) сориентированные на торговые связи друг с другом.

Сопоставляя результаты обеих проведенных группировок можно дать общую оценку уровня экономической готовности к радикальным преобразованиям.

Сразу бросается в глаза значительное различие между странами. С одной стороны, большинство республик бывшего СССР относилось к группе стран наименее готовых к издержкам радикального реформирования. Они относятся к третьей-четвертой группам и по количественным (душевому объему ВВП), и по качественным (доле экспорта в развитые страны) характеристикам.

⁹ Источники для расчетов те же.

¹⁰ Сюда относятся не только страны с высоким потенциалом экспорта топливно-энергетических ресурсов (Россия, Румыния), но и страны географически близкие к странам Южной Европы - Италии и Греции - (республики бывшей СФРЮ и даже Албания). Для последней высокая доля торговых связей с Италией в общем объеме экспорта определяется, главным образом, низким объемом экспорта вообще.

К другому полюсу принадлежат страны, формально обладающие большим потенциалом для осуществления радикальных реформ. К ним относятся страны, вошедшие в первую и вторую группы по обоим показателям – Словения, Чехословакия, Венгрия и Россия.

Остальные страны, формально, могут быть отнесены к промежуточной группе. Однако, чистых «промежуточных» стран, которые относились бы ко второй-третьей группе по обоим показателям, нет. Все страны, занимающие, по нашим критериям, промежуточное положение входят в первую группу по одному показателю и в последние группы – по другому показателю.

На основе данных показателей можно «сконструировать» интегральный показатель экономической готовности к радикальному реформированию. При этом, учитывая, что структура экспорта определяется не только уровнем экономического развития, но и географическим положением, традиционными связями и т.п., весовые коэффициенты у рангов показателей (определяющих к какой группе относится та или иная страна по тому или иному показателю) будут различные. Интегральный показатель экономической готовности к радикальному реформированию будет иметь следующий вид:

$$R \text{ Re } f_i = R(GDPPC)_i + 0,5 \cdot R(X)_i, \quad (1.1)$$

где: $R \text{ Re } f_i$ – интегральный показатель «экономической готовности» к радикальному реформированию для i -ой страны; $R(GDPPC)_i$ – ранг (группа), к которой относится i -ая страна по показателю ВВП на душу населения; $R(X)_i$ – ранг (группа), к которой относится i -ая страна по показателю «доля экспорта в страны ОЭСР».

Исходя из формулы (1.1), относительно более высокую экономическую готовность к радикальному реформированию имеют страны, у которых интегральный показатель «экономической готовности» меньше.

После проведенных расчетов получены следующие значения интегрального показателя «экономической готовности» для рассматриваемых стран: Чехословакия и Словения – 1,5; Венгрия и Россия – 2,5; Эстония – 3; Польша, Хорватия и Югославия – 3,5; Беларусь, Латвия и Литва – 4; Македония – 4,5; Албания, Ар-

мения, Болгария, Грузия, Казахстан, Молдова, Румыния и Украина – 5; Азербайджан, Киргизия, Таджикистан, Туркмения и Узбекистан – 6.

Нетрудно заметить, что распределение стран напоминает пирамиду: на вершине – небольшое количество стран с лучшими показателями готовности, в основании – большое число стран с худшими показателями.

Ко второй группе показателей, характеризующих предреформенное социально-экономическое пространство, как уже отмечалось выше, относятся показатели финансовой сбалансированности.

Первым из них может быть рассмотрен показатель величины дефицита государственного бюджета в год, предшествующий началу реформ. Как и при рассмотрении показателей, характеризующих «экономическую готовность», мы разбиваем все страны на группы: к первой группе относятся страны, имеющие либо профицит бюджета, либо его дефицит в размере менее 5% от ВВП; ко второй – страны с дефицитом бюджета 5-10% от ВВП; к третьей – страны с дефицитом бюджета 10-20% от ВВП; к четвертой – страны с дефицитом бюджета более 20%.

Фактическое распределение стран по группам оказалось следующим: первая группа – Армения, Беларусь, Венгрия, Грузия, Киргизия, Латвия, Литва, Македония, Молдова, Румыния, Словения, Туркмения, Узбекистан, Чехословакия, Эстония, Югославия; вторая группа – Азербайджан, Албания, Болгария, Казахстан, Польша; третья группа – Украина, Таджикистан; четвертая группа – Россия.

Таким образом, значительная часть государств, ступивших на путь системной трансформации, не имела существенных проблем связанных с дефицитом государственного бюджета. Высокий уровень дефицита государственного бюджета России¹¹ во многом связан с тем, что именно на российский бюджет отнесены все расходы общесоюзного бюджета.

Объяснить такое положение нетрудно: в условиях существования административно-командной экономики государству, устанавливающему цены и зарплаты, было намного проще увязывать величину расходов государства с его доходами.

¹¹ По данным ИЭА в 1991 году он составил 31,9% от ВВП [113, с. 113].

Более сложной была ситуация с внешней задолженностью. Однако и в этом случае можно говорить о группе стран, для которых эта проблема фактически не существовала. В эту группу вошли все государства – республики бывшего СССР за исключением России, которая взяла на себя все долги бывшего СССР.

Для остальных стран – государств Центральной и Восточной Европы – ситуация выглядела следующим образом:

к группе стран, имевших низкий уровень внешней задолженности (чистая внешняя задолженность – менее 100% от экспорта), относились Румыния и, очевидно, Албания, провозглашавшая принципы максимальной независимости от «капиталистического окружения»;

в следующую группу – страны с удовлетворительным уровнем внешней задолженности (чистый долг от 100 до 200% от экспорта) – входили Чехословакия и Россия¹²;

в третью группу – страны с серьезными проблемами в области внешней задолженности (чистый долг более 300% от экспорта) – входили Венгрия, Болгария и Польша¹³.

Наконец, третий показатель, коэффициент монетизации может рассматриваться как в более широком контексте, в качестве некоторого индикатора доверия к национальной денежной системе¹⁴, так и в контексте более узком, характеризующем возможности безинфляционного финансирования внутренних заимствований государства после начала радикальных экономических преобразований. Для данного показателя также возможна группировка стран в зависимости от уровня монетизации ВВП.

В первую группу входят страны с наиболее низким уровнем монетизации (до 30% от ВВП); во вторую – со средним уровнем монетизации (от 30 до 70%

¹² Наличие большого объема внешних долгов перед СССР со стороны многих стран Азии, Африки и Латинской Америки не могло повлиять на реальный уровень внешней задолженности, так как в большинстве своем они относились к категории безнадежных.

¹³ Положение Польши было наиболее сложным: ее чистая задолженность составляла 463% от суммы экспорта.

¹⁴ В условиях тоталитарного общества «доверие», естественно, было высоким, поскольку отсутствовала свобода выбора.

ВВП); в третью – с уровнем монетизации от более 70% ВВП.

Конкретное распределение стран по группам выглядело следующим образом: первая группа – Албания, Киргизия, Литва, Хорватия; вторая группа – Азербайджан, Беларусь, Венгрия, Грузия, Казахстан, Латвия, Македония, Молдова, Польша, Россия, Румыния, Словения, Таджикистан, Туркмения, Украина, Чехия, Словакия, Югославия; третья группа – Армения, Болгария, Узбекистан, Эстония.

Полученное распределение стран свидетельствует об отсутствии заметной поляризации между странами в преддверии радикальных экономических преобразований. Это подчеркивает и тот факт, что среди стран, относящихся ко второй группе, подавляющее большинство попадает в интервал 40-65%.

Резюмируя проведенный анализ финансовой сбалансированности, можно отметить, что большинство стран на старте экономических преобразований находилось в удовлетворительном положении. Можно выделить лишь несколько стран, которые находились в «зонах риска», причем, применительно к каждому показателю финансовой сбалансированности, эти страны оказались различными: по величине дефицита госбюджета – Россия, Украина, Таджикистан; по уровню внешней задолженности – Польша, Болгария, Венгрия; по уровню монетизации ВВП – Киргизия и Хорватия (в несколько меньшей степени Литва и Албания).

Третья подгруппа показателей, характеризующая, насколько задачи реформирования решены в предреформенный период, дает следующую картину: прежде всего можно говорить о лидере предреформенного периода – Венгрии, которая имела 85% свободных цен и 14% ВВП, производимого в частном секторе. В остальных странах предреформенное продвижение было относительно невелико. Даже в тех случаях, когда можно было говорить о наличии традиционного мелкого производства, его доля не превышала 3-4% ВВП (Болгария, Румыния, Польша, Чехословакия).

Важной характеристикой стремления населения к радикальным экономическим реформам является его усталость от «негативного» экономического развития предшествующего периода. Можно выделить два основных макроэкономических параметра, по которым можно судить об усталости от накопившихся проблем

населения и его готовности к принятию радикальных экономических преобразований. Это – экономический спад и инфляция.

При этом можно говорить о двух составляющих каждого из отмеченных выше параметров: во-первых, это – общая величина экономического спада и повышения цен, во-вторых, продолжительность спада и роста цен в период, предшествующий началу радикальных реформ. Представляется, что усталость населения порождается как глубиной спада (общим повышением цен), так и скоростью этого изменения (среднегодовой величиной спада или повышения цен).

В единстве эти показатели могут быть представлены как интегральные показатели усталости населения от, соответственно, экономического спада и инфляции.

$$WER_i = 0,6 \cdot TER_i + 0,4 \cdot AER_i, \quad (1.2)$$

где: WER_i – интегральный показатель «усталости от экономического спада» для дореформенного периода i -ой страны; TER_i – общая величина экономического спада для дореформенного периода i -ой страны; AER_i – среднегодовая величина экономического спада для дореформенного периода i -ой страны.

$$WInf_i = 0,6 \cdot TInf_i + 0,4 \cdot AInf_i, \quad (1.3)$$

где: $WInf_i$ – интегральный показатель «усталости от инфляции» для дореформенного периода i -ой страны; $TInf_i$ – общая величина повышения цен для дореформенного периода i -ой страны; $AInf_i$ – среднегодовая величина повышения цен для дореформенного периода i -ой страны.

Как и в предшествующем анализе, мы разделяем все страны на группы в зависимости как от величины интегрального показателя усталости от экономического спада, так и от величины интегрального показателя усталости от инфляции.

При анализе усталости от спада в первую группу стран мы включаем страны, имеющие интегральный показатель до 5%; во вторую – страны с интегральным показателем от 5 до 10%; в третью – с показателем – 10-15%; в четвертую – 15-20%; в пятую – более 20%.

Полученные результаты расчетов распределили страны по группам следу-

ющим образом: в первую группу вошли Беларусь, Венгрия, Киргизия, Польша, Словакия, Узбекистан, Чехия; во вторую – Азербайджан, Болгария, Казахстан, Македония, Румыния, Словения, Туркмения, Хорватия, Югославия; в третью – Албания, Латвия, Россия, Таджикистан, Украина, Эстония; в четвертую – Армения, Литва, Молдова; в пятую – Грузия.

При распределении стран в зависимости от величины интегрального показателя усталости от инфляции все страны разделены в шесть групп. В первую группу включены страны с интегральным показателем инфляции до 50%; во вторую – страны с интегральным показателем от 50 до 100%; в третью – страны с показателем от 100 до 200%; в четвертую – страны с показателем от 200 до 500%; в пятую – страны с показателем от 500 до 1000%; в шестую - страны с показателем, превышающим 1000%.

В результате расчетов в соответствующие группы вошли: в первую – Болгария, Румыния, Чехия и Словакия; во вторую – Азербайджан, Армения, Венгрия, Россия, Таджикистан, Туркмения, Узбекистан, Украина, Беларусь, Грузия, Казахстан и Киргизия; в третью – Латвия, Литва и Молдова; в четвертую – Эстония; в пятую – Польша; в шестую - Македония, Словения, Хорватия и Югославия.

Сопоставляя две последние группировки можно дать обобщенную оценку усталости населения от предреформенных экономических неурядиц.

Нетрудно заметить, что среди стран, переживающих социально-экономическую трансформацию, немного таких, в которых уровень «усталости» в предреформенный период, как от спада производства, так и от инфляции был бы одинаково велик (или одинаково мал).

Чаще сильное значение одного фактора «усталости» сочетается с относительно слабым значением другого: для Грузии сильное значение спада сопровождалось относительно небольшим показателем инфляции, а для республик бывшей СФРЮ положение было зеркально противоположным.

Формально можно выделить две группы стран, вошедших в первые две группы в обеих группировках, для которых в относительно равной мере, хотя и в разной степени, существует воздействие как «усталости» от спада, так и «устало-

сти» от инфляции. Относительно легкая «усталость» в тогда еще единой Чехословакии, и большая «усталость» у населения таких государств – республик тогда еще существовавшего СССР - Азербайджана, Туркмении, Казахстана.

Завершая анализ социально-экономической ситуации в бывших социалистических странах при вступлении их в период трансформационных реформ, целесообразно свести воедино полученные результаты, дополнив оценки экономической готовности и «усталости» населения отмеченной нами ранее дифференциацией стран с точки зрения социально-политической «готовности» к началу реформирования.

Если отнести страны, основные политические и социальные силы которых были заинтересованы не только в радикальных экономических, но и трансформационных реформах к первой группе, то во вторую группу можно включить те страны, социальные и политические силы которых не имели единого мнения по вопросам реформирования общества. Наконец, к третьей группе относились страны с несформировавшимся отношением основных социальных и политических сил к процессам радикального экономического реформирования и трансформации¹⁵.

При таком подходе к первой группе относятся: Чехословакия (Чехия), Словения, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Эстония; ко второй - Чехословакия (Словакия), Армения, Беларусь, Молдова, Россия, Румыния, Украина, Хорватия, Югославия; к третьей – Казахстан, Киргизия, Узбекистан, Туркмения, Таджикистан.

Что касается обобщающих показателей экономической готовности к трансформационным реформам и социальной «усталости» от трудностей предреформенного периода, то здесь все страны также можно разбить на три группы, но уже в зависимости от уровня готовности или усталости: от наиболее подготовленных и наименее социально «усталых», до наименее готовых и наиболее «уста-

¹⁵ В данном случае нумерация групп не имеет никакого отношения к оценке подготовленности той или иной страны к трансформационным реформам.

лых»¹⁶. В качестве критериев в данном случае можно использовать то, к каким группам в большей степени относилось то или иное государство либо по критериям экономической готовности, либо по критериям социальной «усталости».

В соответствии с уровнем экономической готовности стран к трансформационным реформам в первую группу входят Чехословакия и Словения, во вторую – Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Эстония, Армения, Беларусь, Молдова, Россия, Румыния, Украина, Хорватия, Югославия, Казахстан; в третью – Албания, Азербайджан, Болгария, Грузия, Македония, Киргизия, Узбекистан, Туркмения, Таджикистан.

Что касается уровня социально-экономической усталости, то в состав отдельных групп входят следующие страны: в первую группу – Венгрия, Чехословакия, Беларусь, Киргизия, Узбекистан; во вторую – Латвия, Польша, Словения, Эстония, Азербайджан, Армения, Болгария, Россия, Румыния, Украина, Казахстан, Туркмения; в третью – Таджикистан, Литва, Грузия, Македония, Молдова, Хорватия, Югославия.

Сопоставляя, последовательно, результаты двух последних группировок и дифференциацию стран по социально-политической «готовности» к реформированию, нетрудно заметить принципиальные различия этими результатами этих двух сопоставлений. При сопоставлении группировки стран по уровням экономической и социально-политической готовности к радикальным (трансформационным) реформам прослеживается зависимость следующего рода – у стран в большей степени готовых к экономическим реформам, как правило, наблюдается и большее единство социальных сил в оценке необходимости начала реформ.

При сопоставлении группировок стран по социально-политической «готовности» к реформам и по уровню социально-экономической усталости такой явной зависимости не наблюдается: страны, входящие в первую группу с точки зрения социально-политической «готовности» (Чехословакия (Чехия), Венгрия, Словения, Латвия, Литва, Польша, Эстония) входят, соответственно, в первую

¹⁶ Эти ранги будут проявляться в относительно худшем положении (или большей «усталости») при движении от стран первой группы к странам третьей группы.

(Чехия и Венгрия), во вторую (Словения, Латвия, Польша, Эстония) и третью (Литва) группы по уровню социально-экономической усталости.

В качестве объяснения этих фактов можно высказать предположение, что для формирования благоприятной для начала реформ социально-политической среды большую роль играет базовое экономическое состояние общества, которое складывается не один год и даже не одно десятилетие, по сравнению с социально-экономической усталостью населения, которая складывается лишь несколько предреформенных лет и может содействовать лишь формированию отрицания сложившейся модели жизни, но не широкому распространению конструктивных представлений о новой модели.

Такова самая общая характеристика исходного состояния социально-экономического пространства, на котором начинали разворачиваться радикальные (трансформационные) реформы и сопровождающие их инфляционные процессы.

1.2. Итоги первого десятилетия реформ

Для того чтобы дать оценку траектории экономического развития посткоммунистических стран в течение всего периода радикальных реформ целесообразно сопоставить исходное положение, в котором та или иная страна находилась до начала реформ с тем положением, к которому она пришла по истечению более, чем десятилетия с момента начала радикальных экономических преобразований. Прошедший период и сложившееся положение вещей позволяют дать вполне объективную характеристику произошедших экономических преобразований.

Выбор в качестве некоторого рубежа примерно 10-12-летнего периода (2002-2004 гг.) с момента начала радикальных экономических преобразований представляется вполне обоснованным, поскольку к этому времени страны, приступившие в конце 80-х – начале 90-х годов XX века к экономическим реформам, в целом, решили задачи «первоначального реформирования», которые, несомненно, различались в зависимости от выбранной модели реформирования. За этот период многие страны прошли через финансовые кризисы и достигли относитель-

ной финансовой стабильности. К этому моменту в значительной степени была завершена приватизация, масштабы которой, конечно, зависели от модели реформирования. Вместе с тем этот временной рубеж (2002-2004 гг.) не включает следующего за ним периода бурного роста цен на энергоносители, который привел к скачкообразному росту доходов стран – экспортеров энергоносителей.

За первое десятилетие радикального реформирования в странах с переходной экономикой, в основном, завершился период политического размежевания. В разных государствах он происходил в различных формах: от «бархатного» разделения (Чехия и Словакия, Словения – выход из состава бывшей СФРЮ, распад бывшего СССР) до военных конфликтов как между самими новыми государствами (бывшая СФРЮ, Армения и Азербайджан), так и внутри новых государств (Грузия, Таджикистан, Молдова). К 2002-2004 годам вооруженные конфликты, в целом прекратились, хотя в отдельных регионах сохранялась (и сохраняется до настоящего времени) напряженность, которая может перерасти в военное противостояние.

Ряд стран добился признания успехов в своем экономическом и политическом развитии, став членами Организации экономического сотрудничества и развития (Чехия, Польша, Венгрия) и Европейского Союза (Чехия, Словакия, Польша, Венгрия, Словения, страны Балтии – Латвия, Литва, Эстония)¹⁷.

Вместе с тем при анализе эффективности проводимой экономической политики следует более строго оценить достижения в экономике той или иной страны, проходящей стадию экономической трансформации.

Как уже отмечалось, в работе не ставится задача решить вопрос завершенности или незавершенности переходного (трансформационного) периода в той или иной стране. Здесь можно лишь вновь сослаться на мнение Г. Колодко, что даже самые продвинутые по пути перехода страны, ставшие членами ОЭСР, еще не обладают действительно рыночными экономиками [45, с. 47].

Результаты первого десятилетия проведенных экономических реформ воз-

¹⁷ Еще две страны с переходной экономикой – Болгария и Румыния – стали членами ЕС с 2007 года, а Хорватия – с 2013 года.

можно оценить по набору показателей близких к тому, по которым оценивались «входные» характеристики стран, приступающих к экономическим реформам.

Первая группа показателей характеризует уровень социально-экономического развития.

Вторая группа показателей позволит судить об уровне сбалансированности экономики, что, в свою очередь будет оказывать влияние на будущий уровень экономического развития.

Третья группа показателей позволит, хотя бы косвенно, судить о степени удовлетворенности населения ходом реформ.

Наконец, еще одна группа показателей даст возможность оценить группы стран с точки зрения формирования институтов рыночной экономики.

Начнем, как и в случае ситуации с входными характеристиками с группировки стран по уровню социально-экономического развития. Мы вновь разбиваем все страны на четыре группы.

К первой группе мы вновь относим наиболее развитые страны с величиной ВВП на душу населения (по паритету покупательной способности) более 8000 долл., ко второй - страны менее развитые, с объемом ВВП на душу населения от 6000 до 8000 долл., к третьей - страны с объемом ВВП на душу населения от 4000 до 6000 долл., к четвертой - наименее развитые в экономическом отношении страны с объемом ВВП на душу населения менее 4000 долл.¹⁸

Проведенные расчеты¹⁹ показали, что в первую группу стран вошли Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Словакия, Словения, Чехия, Эстония; во вторую – Болгария, Румыния, Россия; в третью – Беларусь, Казахстан, Туркмения, Украина, Хорватия, в четвертую – Азербайджан, Армения, Босния и Герцеговина, Грузия, Киргизия, Молдова, Таджикистан, Югославия (Сербия и Черногория), Ал-

¹⁸ Вполне понятно, что доллар начала 90-х годов XX века по своей покупательной способности превосходит доллар начала XXI века, однако в данном случае нас интересует соотношение уровней экономического развития, а не их абсолютное изменение.

¹⁹ Расчеты проводились по данным международных сопоставлений за 2002 год, проведенных Организацией экономического сотрудничества и развития [359] и Статистической службой Европейского союза [227], и сопоставлений по странам СНГ за 2000 год, проведенных Межгосударственным статистическим комитетом СНГ [59].

бания, Македония, Узбекистан.

В данном случае мы, как и в предшествующем анализе, не ранжируем внутри каждой группы страны по величине ВВП на душу населения. Вместе с тем следует отметить, что внутри первой группы можно выделить подгруппу самых развитых стран с объемом ВВП на душу населения более 12000 долл. В эту подгруппу входят Венгрия, Словения, Словакия и Чехия.

Сравнивая исходные позиции стран на момент начала экономических реформ и результаты, достигнутые ими более чем через десять лет, можно увидеть, что все страны, находившиеся в первой группе, сохранили в ней свои позиции. Более того, в нее перешли часть стран из второй и даже из третьей (Польша) групп. Заметна ротация и между третьей и четвертой группами. В наибольшей степени это проявилось в переходе из третьей группы в четвертую государств-членов СНГ, т.е. республик бывшего СССР. Правда, справедливости ради, следует отметить, что все перешедшие страны прошли через серьезные военные конфликты на своей территории.

Вторым показателем, по которому можно судить об успехах или неудачах в проведенных экономических реформ является соотношение уровня ВВП в начале экономических реформ и в настоящее время. По данному показателю все страны также можно разбить на несколько групп. В первую группу включены те страны, которые к настоящему моменту полностью оправились от спада производства, происшедшего до начала и в первый период экономических реформ, т.е. страны, превысившие дореформенный объем производства ВВП, во вторую группу мы включаем страны, где объем производства ВВП составляет от 80 до 100 процентов от максимального дореформенного уровня, в третью – от 60 до 80 процентов, в четвертую – менее 60 %¹.

¹ В данной группировке в качестве отправной точки учитывается максимальный уровень производства ВВП, достигнутый страной в дореформенный период, независимо от того предшествовал год максимума непосредственно началу реформ, либо спад начался до того момента, когда начались реформы.

По результатам проведенных расчетов¹ в первую группу вошли Венгрия, Польша, Словакия, Словения, Узбекистан, Беларусь, Албания, Босния и Герцеговина, во вторую – Болгария, Румыния, Литва, Чехия, Эстония, Армения, Хорватия, Казахстан, в третью – Азербайджан, Россия, Латвия, Киргизия, Македония, четвертую – Грузия, Молдова, Таджикистан, Украина, Югославия (Сербия и Черногория).

Полученные результаты демонстрируют, что большинство стран с трансформируемой экономикой вполне успешно справляются с последствиями экономического спада, который в большинстве из них начался за несколько лет до экономических реформ и был лишь ускорен начавшимися реформами.

Распределяя страны среди четырех групп, следует отметить, что среди стран, восстановивших и превысивших дореформенный необходимо выделить, прежде всего, страны, наиболее успешно развивающиеся и заметно превзошедшие свой предреформенный максимум, такие как Словакия и Польша. С другой стороны, ряд стран практически уже приблизились к верхней границе своей группы и в ближайшие год-два вполне способны перейти в группу более высокого уровня (Чехия, Латвия, Россия).

Вместе с теми нетрудно заметить, что среди стран наиболее успешным образом справившихся с экономическим спадом присутствуют страны как наиболее богатые, та и наиболее бедные. Это вполне объяснимо, поскольку наиболее развитые страны обладают значительным экономическим потенциалом и способны динамично развиваться, кроме того, во многих из них и спад не был очень значительным, так что даже не самые высокие темпы экономического роста в течение нескольких лет позволяют восстановить некоторый первоначальный уровень производства. У бедных стран, как это ни парадоксально звучит, задача также может оказаться несложной: даже небольшие по величине абсолютные приросты объема производства могут обеспечить значительный относительный прирост (высокие

¹ Данные за 2003 год. Рассчитано по данным Международного валютного фонда [278], Межгосударственного статистического комитета СНГ [59], национальных статистических комитетов.

темпы роста) и следовательно также быстро компенсировать предшествующий спад.

Сопоставление результатов стран, как по абсолютному уровню экономического развития, так и по восстановлению предреформенного уровня производства, позволяет выявить страны-лидеры и страны-аутсайдеры. К первым следует отнести Венгрию, Польшу, Словакию и Словению. Чуть хуже показатели у Литвы, Чехии и Эстонии. В группу стран со средними результатами можно включить Болгарию, Румынию, Казахстан, Россию и Хорватию. Наконец, наряду с успешными странами явно выделяется группа из четырех наименее преуспевающих стран (Грузия, Молдова, Таджикистан, Югославия). Справедливости ради следует отметить, что все они прошли через значительные военные конфликты. Немногим лучше ситуация оказалась в Азербайджане, Киргизии, Македонии и Украине.

Второй важной группой показателей, характеризующей достижения страны, являются показатели, характеризующие финансовую сбалансированность экономики. К ним можно отнести, во-первых, показатель дефицитности государственного бюджета, а во-вторых, уровень внешней задолженности государства. Уровень дефицита государственного бюджета позволяет оценить, насколько государство научилось соизмерять свои расходы со своими доходами, это своеобразная характеристика уровня самодисциплины, достигнутого государством. Уровень внешней задолженности позволяет оценить, в определенной степени финансовые перспективы той или иной страны, поскольку показывает, какая часть произведенного продукта (созданных материальных благ) должна идти не на рост потребления или развитие производства, а на выплаты внешним кредиторам.

Анализ статистических данных показал, что в последние годы подавляющее число стран с трансформируемой экономикой осознали пагубность политики попыток стимулирования экономического роста с помощью активных государственных расходов, приводящих к возникновению значительного бюджетного дефицита. Вместе с тем существует и некоторые различия в величине бюджетного дефицита. В связи с этим также страны с трансформируемой экономикой можно разделить на четыре группы. В первую включаются страны, имеющие в течение

четырёх лет (2000-2003 гг.), в среднем бюджетный профицит, во вторую имеющие небольшой дефицит государственного бюджета (не более 3% от величины ВВП), в третью – с величиной дефицита от 3 до 5 процентов от величины ВВП¹, в четвертую - имеющие дефицит государственного бюджета, превышающий 5% от ВВП.

В соответствии с результатами проведенных расчетов² в первую группу вошли Болгария, Казахстан, Россия, Эстония; во вторую – Азербайджан, Армения, Беларусь, Босния и Герцеговина, Грузия, Латвия, Литва, Македония, Молдова, Румыния, Туркмения, Узбекистан, Украина; в третью – Польша, Словения, Таджикистан; в четвертую – Албания, Венгрия, Киргизия, Словакия, Хорватия, Чехия, Югославия (Сербия и Черногория).

Эта группировка показывает, что существует некоторая зависимость между жесткостью бюджетной политики и тем путем, которым прошла страна после начала радикальных реформ: более сдержанную политику проводят страны, пережившие и наиболее высокие темпы инфляции. Кроме того, политика бюджетного профицита рассматривается в большинстве стран как чрезмерно жесткая.

Оценка внешней финансовой сбалансированности можно быть проведена с помощью показателей, характеризующих долговое бремя и уровень платежеспособности государства. В качестве первого показателя может быть использовано соотношение ежегодных платежей по обслуживанию внешнего долга и величины ВВП; в качестве второго показателя обычно используется показатель нормы обслуживания внешнего долга, который представляет собой соотношение ежегодных платежей по обслуживанию внешнего долга и величины экспорта. Считается, что, если страна направляет на обслуживание своего внешнего долга более 5% ВВП, то долговое бремя в данный момент является тяжелым. Аналогично считается, что если норма обслуживания долга превышает 20%, то существует угроза

¹ Такой интервал выбран неслучайно, поскольку существует некоторое единое мнение, что бюджетный дефицит на уровне 3-5% от величины валового внутреннего продукта является приемлемой величиной.

² Среднегодовые данные за 2000-2003 годы. Рассчитано по данным Международного валютного фонда [265], Межгосударственного статистического комитета СНГ [55], Европейского банка реконструкции и развития [219], национальных статистических комитетов.

срыва платежей по обслуживанию долга. Учитывая ежегодные колебания платежей по обслуживанию долга, как и изменения объемов экспорта и ВВП, мы при проведении анализа использовали среднегодовые данные за 2000-2002 годы. При этом дифференциация стран по величине долгового бремени оказалась более сильной, нежели по величине нормы обслуживания внешнего долга, и стран, находящихся в опасной зоне с точки зрения величины долгового бремени оказалось больше, нежели стран, рискующих сорвать свои текущие платежи.

С точки зрения величины долгового бремени мы разбили все страны на три группы: первая группа - страны с приемлемым уровнем долгового бремени (платежи по обслуживанию внешнего долга менее 5% ВВП); вторая группа - страны с высоким уровнем долгового бремени (платежи по обслуживанию внешнего долга составляют от 5 до 10 % ВВП); третья группа - страны с очень высоким уровнем долгового бремени (платежи по обслуживанию внешнего долга составляют более 10 % ВВП).

По результатам расчетов¹ в первую группу вошли Азербайджан, Албания, Армения, Беларусь, Босния и Герцеговина, Грузия, Россия, Югославия (Сербия и Черногория); во вторую – Болгария, Латвия, Македония, Молдова, Польша, Румыния, Таджикистан, Украина, Узбекистан, Чехия, Эстония; в третью – Венгрия, Казахстан, Киргизия, Литва, Словакия, Хорватия.

С точки зрения нормы обслуживания внешнего долга мы также разбили все страны с трансформируемой экономикой на три группы: первая группа – страны с приемлемым уровнем нормы обслуживания внешнего долга (норма обслуживания внешнего долга составляет менее 20% экспорта); вторая группа – страны с высоким уровнем нормы обслуживания внешнего долга (норма обслуживания внешнего долга составляет от 20 до 30 % экспорта); третья группа – страны с очень высоким уровнем нормы обслуживания внешнего долга (норма обслуживания внешнего долга составляет более 30 % экспорта).

В этом случае в первую группу вошли Азербайджан, Албания, Армения, Беларусь, Болгария, Босния и Герцеговина, Грузия, Латвия, Македония, Молдова,

¹ Рассчитано по данным Мирового банка – World Development Indicators [428].

Россия, Румыния, Югославия (Сербия и Черногория), Словакия, Таджикистан, Украина, Чехия, Эстония; во вторую – Киргизия, Литва, Польша, Узбекистан, Хорватия; в третью – Венгрия и Казахстан.

Как уже отмечалось, уровень дифференциации стран по уровню долгового бремени намного больше. Приемлемый уровень нормы обслуживания внешнего долга имеет подавляющее большинство стран, даже Словакия, находящаяся в третьей группе по уровню долгового бремени.

Нетрудно также заметить, что почти все страны, имеющие высокие показатели экономического развития (Чехия, Польша, Венгрия, Словакия, страны Балтии¹) имеют не очень удовлетворительный уровень долгового бремени, а Венгрия имеет еще и крайне высокую норму обслуживания внешнего долга (30,1%)². Таким образом, можно сделать вывод, что источником экономического развития было не только внутреннее, но и внешнее долговое финансирование, однако при этом большинство стран все-таки стремилось сохранить приемлемую величину норму обслуживания внешнего долга.

Что касается общей оценки внешней финансовой сбалансированности, то, как нам представляется, и общий уровень долгового бремени, и соблюдение удовлетворительной нормы обслуживания внешнего долга одинаково важны для такой оценки. В связи с этим каждой стране можно присвоить некоторую балльную оценку в соответствии с номером группы, к которой они относятся. В соответствии с этим, страны, принадлежащие к первой группе, получают оценку один балл, ко второй – два балла, а к третьей группе - три балла. В итоговую оценку оценка по каждому из двух показателей входит с весовым коэффициентом 0,5, таким образом, страны с самым высоким уровнем внешней финансовой сбалансированности получают итоговую оценку 1 балл, а с самым низким – 3 балла.

Проведенные расчеты дали следующие результаты: 1 балл – Азербайджан, Албания, Армения, Беларусь, Босния и Герцеговина, Грузия, Россия, Сербия и

¹ В этом списке отсутствует Словения, поскольку эта страна, наряду с Туркменией, не публикует данные об обслуживании своей внешней задолженности.

² Однако следует отметить, что столь высокий уровень нормы обслуживания внешнего долга не является фатальным. Известны примеры успешного выполнения страной своих обязательств при норме обслуживания долга в 35 % и более.

Черногория; 1,5 балла – Болгария, Латвия, Македония, Молдова, Румыния, Таджикистан, Украина, Чехия, Эстония; 2 балла – Словакия, Польша, Узбекистан; 2,5 - Киргизия Литва Хорватия; 3 балла - Венгрия, Казахстан.

Для характеристики социально-экономического эффекта проведенных и проводимых радикальных экономических реформ, помимо уже отмеченных выше показателей объема ВВП на душу населения и достижения предреформенного уровня ВВП, целесообразно использовать и показатели, которые, с одной стороны, позволяют оценить общие макроэкономические трудности, с которыми сталкиваются страны и которые они вынуждены преодолевать, а с другой – оценить экономическое положение населения и, в определенной степени, степень его удовлетворенности ходом и результатами первого десятилетия реформ.

В качестве показателя, позволяющего оценить макроэкономические трудности страны целесообразно использовать индекс нищеты, исчисляемый как сумма уровней инфляции и безработицы¹. Вместе с тем в своей традиционной форме индекс нищеты имеет целый ряд недостатков. Прежде всего, он не приспособлен к оцениванию ситуации, когда в экономике имеет место дефляция. Поскольку дефляция (снижение уровня цен) может рассматриваться как отрицательная инфляция, то индекс нищеты будет снижаться, демонстрируя улучшение макроэкономической ситуации, что далеко не так, и по своим последствиям дефляция может оказаться даже хуже инфляции². Во-вторых, при анализе ситуации в странах с трансформируемой экономикой, когда индекс нищеты может значительно колебаться важное значение имеет не только текущее его значение, но и динамика за несколько последних лет. Следовательно, здесь необходимо учитывать негативные или позитивные тенденции в изменении этого показателя за 3-4 года и одновременно как-то сглаживать его чрезмерные колебания.

¹ Индекс был предложен А. Оукеном и базировался, очевидно, на кривой Филлипса и связанных с ней идеях возможности выбора между инфляцией и безработицей при проведении экономической политики. Поскольку и то, и другое является социальными потерями, которые несет общество, то естественным стремлением любого правительства должно быть желание минимизировать совокупные социальные потери.

² Проблема оптимального уровня инфляции и, в том числе, негативных последствий дефляции будет рассмотрена ниже в главе 5.

Мы используем следующий подход: исчисляем средние арифметические значения индекса нищеты за 2000-2001 годы и за 2002-2003 годы. Если различие между ними не превышает 20%, то можно считать, что существует некоторая не очень значительная, но устойчивая тенденция в изменении индекса нищеты, либо он колеблется вокруг некоторой средней величины. В такой ситуации в качестве результирующего показателя используется среднее арифметическое между уже исчисленными средними, т.е. фактически мы используем среднее арифметическое значение за период 2000-2003 годы.

Если же различие между двумя средними величинами превышает 20%, то это означает существование явно выраженной тенденции в динамике индекса нищеты и, следовательно, надо учитывать его изменения. В этом случае при исчислении результирующего показателя индекса нищеты, необходимо определить средневзвешенное среднеарифметических показателей индексов нищеты 2000-2001 и 2002-2003 годов. При этом весовые коэффициенты целесообразно установить размере 0,4 для периода 2000-2001 годов и 0,6 для периода 2002-2003 годов. Такие весовые коэффициенты, учитывая имеющуюся тенденцию, придают большее значение при определении результирующего показателя последнему периоду, не исключая, однако, влияние предшествующих лет.

Формально, расчеты индекса нищеты могут быть представлены следующим образом:

$$MI = \pi + u \quad (1.4)$$

где MI (*misery index*) – индекс нищеты, π – темп инфляции, u – уровень безработицы.

Средние показатели индекса нищеты за соответствующие годы могут быть исчислены как: $MI_{2000-01} = \frac{MI_{2000} + MI_{2001}}{2}$ и $MI_{2002-03} = \frac{MI_{2002} + MI_{2003}}{2}$.

Результирующий показатель MI^* будет определяться как $MI^* = \frac{MI_{2000-01} + MI_{2002-03}}{2}$, если $\frac{MI_{2002-03} - MI_{2000-01}}{MI_{2000-01}} < |0.2|$, и как

$$MI^* = 0.4 \cdot MI_{2000-01} + 0.6 \cdot MI_{2002-03}, \text{ если } \frac{MI_{2002-03} - MI_{2000-01}}{MI_{2000-01}} \geq |0.2|.$$

Поведенные расчеты показали, что значения индекса нищеты, который характеризует экономики стран с трансформируемой экономикой, располагаются в интервале между 10.20 (Чехия) и 56.53 (Югославия – Сербия и Черногория).

По нашему мнению, группировку стран по величине индекса нищеты целесообразно осуществить на основе следующих критериев: в первую группу – группу с наименьшим индексом нищеты – следует включить страны, имеющие индекс нищеты менее 15%, поскольку в этом случае средний уровень инфляции и безработицы не превышает некоторого удовлетворительного уровня 7-8%; во вторую группу – страны, имеющие индекс нищеты до 20%, поскольку это предполагает, в среднем, однозначные значения величин уровней инфляции и безработицы; верхней границе для третьей группы стран можно выбрать значение индекса нищеты в 25%, поскольку это дает ограничение среднего уровня инфляции и безработицы некоторым предельно допустимым для нормального экономического развития уровнем в 12-13%; в четвертую группу войдут страны с значением индекса нищеты, превышающим 25%.

В итоге распределение стран по группам в зависимости от уровня индекса нищеты¹ будет иметь следующий вид: первая группа – Венгрия, Латвия, Литва, Словения, Чехия, Эстония; вторая группа – Албания, Грузия, Казахстан; третья группа – Болгария, Молдова, Польша, Россия, Словакия, Украина; четвертая группа – Босния и Герцеговина, Македония, Румыния, Хорватия, Югославия (Сербия и Черногория).

Полученные результаты вполне объяснимы для стран, вошедших в первую и четвертую группу. В первую вошли наиболее успешно развивающиеся страны, успешно, решающие основные социально-экономические проблемы, однако из всех этих шести стран только Венгрия демонстрирует примерно равные величины уровней инфляции и безработицы, все остальные страны явно отдают предпочте-

¹ Здесь число стран существенно меньше, чем в предшествующих группировках, поскольку некоторые страны не публикуют данные о безработице вообще, а другие публикуют данные лишь о зарегистрированной безработице.

ние снижению уровня инфляции при более высоком уровне безработицы. Четвертая группа представлена, прежде всего, странами-республиками бывшей СФРЮ, где социально-экономическая нестабильность объясняется прошедшими политическими катаклизмами, при этом в большинстве случаев экономический спад в соответствии с классическими представлениями означает высокий уровень безработицы при низкой инфляции.

Место стран второй группы связано с обеспечением сравнительно низкого уровня инфляции при относительно высокой безработице.

Наконец, страны третьей группы, в большинстве своем, – это страны, допустившие столкнувшиеся со сравнительно высокой инфляцией, особенно в 2000-2001 годах.

Как нам представляется, использование в анализе стандартного индекса нищеты вполне пригодно для оценки социальных потерь от проводимой правительством страны экономической политики, но не вполне пригодно для оценки социальных потерь от проводимой политики со стороны населения. Последнее объясняется тем, что при исчислении индекса нищеты предполагается, что безработица и инфляция одинаково негативно влияют на экономическое развитие. Однако такой подход не вполне обоснован. Исследования проблем «макроэкономики счастья» (*macroeconomics of happiness*), проводимые на основе опросов населения, показали, что население, в среднем, примерно в полтора раза выше оценивает свои потери от безработицы, нежели от инфляции (см. [217]). К концу первого десятилетия радикальных реформ темпы инфляции в подавляющем большинстве стран с трансформируемой экономикой значительно снизились, и население стало в большей степени опасаться безработицы, нежели роста цен. В предшествующий период ситуация была несколько иной. В опросе, проведенном в феврале-марте 1995 года и отражающем во многом ситуацию конца 1994 года, принимали участие граждане 38 стран, среди которых были Чехия, Венгрия, Польша, Россия и Украина [223]. В посткоммунистических странах это был период довольно высокой инфляции, особенно в России и Украине, поэтому инфляция и высокие цены

назывались в числе 2-3-х важнейших проблем, стоящих перед страной примерно вдвое чаще, чем безработица и спад производства.

Исключение составили Польша, где важность этих проблем оценивалась примерно одинаково, и Чехия, где темпы инфляции в тот период были не очень высоки (в пределах 10% в год), однако граждане были очень озабочены темпами инфляции. Вполне возможно этим и объясняются столь низкие темпы инфляции, когда власти, зная о настроениях граждан, стремились, прежде всего, снизить инфляцию, меньше заботясь о спаде производства и безработице.

В связи с этим для оценки социальной составляющей социально-экономического эффекта от проводимых и уже осуществленных радикальных экономических реформ целесообразно использовать не стандартный, а модифицированный индекс нищеты, который мы определяем следующим образом: $\overline{MI} = 0.4 \cdot \pi + 0.6 \cdot u$, где \overline{MI} - модифицированный индекс нищеты. Выбор таких весовых коэффициентов, представляется вполне обоснованным, поскольку, как уже отмечалось выше, в большинстве стран с трансформируемой экономикой в связи со снижением инфляции угроза безработицы представляется гражданам более опасной.

Все остальные подходы к расчетам остаются аналогичными подходам, которые использовались при расчете стандартного индекса нищеты.

Проведенные расчеты дали результаты, весьма схожие с расчетами обычного индекса нищеты. В данном случае трудно подобрать какие-либо объективные критерии для разделения стран на группы по величине модифицированного индекса нищеты, поэтому в Таблице 1.1 приведены абсолютные показатели модифицированного индекса нищеты для каждой из стран.

Рассматривая данные, приведенные в Таблице 1.1, и сравнивая их с результатами расчетов стандартного индекса нищеты, нетрудно заметить, что сохранила свои позиции первая шестерка стран с наименьшими значениями индекса нищеты. Также не претерпела изменений и группа стран с наивысшим значением индекса нищеты, однако в этой группе сформировалось явное ядро наихудших по значению индекса стран – республик бывшей Югославии: Македония, Босния,

Сербия и Черногория. Румыния и, особенно, Хорватия по социальной ситуации, измеряемой модифицированным индексом нищеты, стали существенно отличаться от последних трех стран, что, очевидно, в большей степени соответствует фактическому положению вещей.

Таблица 1.1 – Модифицированный индекс нищеты для стран с трансформируемой экономикой

Страна	Величина индекса	Страна	Величина индекса
Чехия	5.66	Албания	10.87
Латвия	5.88	Россия	11.57
Венгрия	6.17	Болгария	11.97
Литва	6.98	Словакия	12.23
Словения	7.33	Польша	12.72
Эстония	8.17	Хорватия	14.82
Грузия	8.82	Румыния	16.54
Казахстан	9.21	Македония	21.26
Молдова	9.85	Босния и Герцеговина	25.33
Украина	10.13	Югославия (Сербия и Черногория)	25.37

Наконец, в рамках анализа положения стран с трансформируемой экономикой после десятилетия проводимых радикальных реформ необходимо получить оценку институциональных изменений, прошедших за период реформ, и показать современное состояние их институционального развития.

Существует несколько показателей, с помощью которых исследователи могут оценить уровень институциональных изменений или уровень институциональной зрелости той или иной страны.

Во-первых, это измеряемый Европейским банком реконструкции и развития Индекс реформ (Index of transition). Этот индекс строится в виде некоторого синтетического показателя в рамках определенной шкалы¹, в Таблице 1.2 приведены величины для отдельных стран с трансформируемой экономикой.

¹ Величина индекса 4.3 соответствует зрелой рыночной экономике, минимальное значение индекса 1.

Исходя из величины индекса реформ, все страны можно разделить на пять групп: во-первых, семь наиболее успешных стран, имеющих индекс более 3.5; во-вторых, три наиболее успешные страны Юго-Восточной Европы с индексом, превышающим 3.0; третья группа – семь стран СНГ и Южной Европы с индексом 3.0; семь менее успешных стран СНГ и Южной Европы с индексом 2.4 и выше; и, наконец, последняя группа из трех стран, которые лишь незначительно продвинулись за первое десятилетие по пути реформ.

Таблица 1.2 – Индекс реформ Европейского банка реконструкции и развития 2003 [265, р. 38]

Страна	Величина индекса	Страна	Величина индекса
Венгрия	3.9	Македония	3.0
Польша	3.7	Россия	3.0
Чехия	3.7	Румыния	3.0
Эстония	3.7	Албания	2.8
Словакия	3.6	Молдова	2.8
Латвия	3.6	Украина	2.8
Литва	3.6	Азербайджан	2.7
Словения	3.4	Босния и Герцеговина	2.5
Хорватия	3.4	Сербия и Черногория	2.5
Болгария	3.3	Таджикистан	2.4
Армения	3.0	Узбекистан	2.2
Грузия	3.0	Беларусь	1.9
Казахстан	3.0	Туркмения	1.3
Киргизия	3.0		

Другим интегральным показателем, характеризующим уровень, достигнутый той или иной страной с трансформируемой экономикой, может служить индекс экономической свободы, исчисляемый “Heritage Foundation”. Этот индекс оценивает степень экономической свободы на основе десяти групп показателей, охватывающих внешнеторговую политику, жесткость фискальной политики, вмешательство государства в экономику, денежную политику, движение капитала и иностранные инвестиции, банковскую и финансовую сферу, рынок труда, цены, соблюдение прав собственности, уровень государственного регулирования экономики, существование неформального рынка.

Шкала индекса экономической свободы¹ позволяет разделить все страны на четыре группы: свободные, в основном свободные, в основном несвободные и страны с подавленной свободой в экономике. Распределение стран с трансформируемой экономикой по этим группам в 2003 году было следующим [141, р. 9-12]²: первая группа – Эстония; вторая группа – Литва, Латвия, Чехия, Словакия, Венгрия, Армения, Словения, Польша; третья – Македония, Болгария, Молдова, Албания, Хорватия, Грузия, Босния и Герцеговина, Киргизия, Азербайджан, Россия, Украина, Румыния, Казахстан; четвертая – Беларусь, Таджикистан, Туркмения, Узбекистан, Югославия (Сербия и Черногория)³.

Сравнивая две последние группировки стран с трансформируемой экономикой можно увидеть, что они во многом совпадают: первые девять стран по величине индекса экономической свободы входят в первую десятку по индексу реформ, последние пять стран по величине индекса экономической свободы совпадают с последней пятеркой стран по величине индекса реформ.

Важным элементом, характеризующим достижения стран с трансформируемой экономикой в области радикальных экономических реформ, является достижение не только экономической, но и политической свободы. Оценка степени политической свободы или развития демократии важна с той позиции, что она позволяет дать оценку проводимым экономическим преобразованиям. Существует несколько подходов к определению такого рода показателей, одним из наиболее авторитетных являются показатели индекса демократизации и индекса верховенства закона, которые исчисляет «Freedom House». Первый индекс характеризует следующие параметры развития общества: развитие избирательного процесса, включая наличие многопартийной системы, активность участия населения в

¹ Величина индекса экономической свободы может изменяться от 1 до 5, при этом индекс равный 1 характеризует максимальный уровень экономической свободы, а индекс равный 5 – абсолютно командную экономику.

² В каждой группе страны расположены в порядке возрастания индекса экономической свободы.

³ Индекс экономической свободы за 2003 год Сербии и Черногории не определялся, однако в предыдущие годы эта страна относилась к группе стран с подавленной свободой в экономике, и вряд ли за 2003 год в стране, испытывавшей серьезные внутривнутриполитические потрясения, что-то существенно изменилось в области экономической свободы

политическом процессе; развитие гражданского общества; наличие независимых средств массовой информации; государственное управление, включая стабильность системы управления, ответственность и прозрачность управления [353].

Индекс верховенства закона включает в себя развитие правовой системы, защиту прав человека баланса властей, уровень коррупции¹.

В Таблице 1.3 представлены значения индекса демократизации и индекса верховенства закона для каждой из стран с трансформируемой экономикой.

Таблица 1.3 – Индексы демократизации и верховенства закона в странах с переходной экономикой [355, р. 16-17]

Страна	Индекс демократизации	Индекс верховенства закона	Страна	Индекс демократизации	Индекс верховенства закона
Албания	3.94	4.63	Азербайджан	5.31	5.75
Болгария	3.13	3.88	Армения	4.69	5.38
Босния	4.31	5.0	Беларусь	6.63	6.13
Венгрия	1.81	2.25	Грузия	4.69	5.13
Латвия	1.94	2.88	Казахстан	6.13	6.25
Литва	1.88	2.63	Киргизия	5.63	5.75
Македония	3.94	5.0	Молдова	4.38	5.38
Польша	1.63	2.0	Россия	4.88	5.13
Румыния	3.25	4.38	Таджикистан	5.50	5.88
Сербия	3.50	4.63	Туркмения	6.94	6.63
Словакия	1.81	2.63	Узбекистан	6.56	6.25
Словения	1.75	1.88	Украина	4.50	5.13
Хорватия	3.44	4.50			
Чехия	2.00	3.00			
Эстония	1.94	2.13			

Частные индексы политической либерализации могут быть сведены к единому обобщающему индексу, исчисляемому как среднее арифметическое двух индексов, а все страны сгруппированы в три основные группы по степени политической свободы. В первую группу – свободные страны - вошли страны с величиной сводного индекса от 1 до 2,5 (с учетом округления); во вторую группу – ча-

¹ Там же. Каждый индекс изменяется от 1 до 7. При этом 1 означает наивысший уровень прогресса каждого индекса, а 7 – самый низкий уровень прогресса.

стично свободные – страны с величиной сводного индекса от 3.0 до 5.0, в третью – несвободные страны – вошли страны с индексом 5,5 и более (до 7.0).

Результаты такой группировки: свободные страны – Венгрия, Латвия, Литва, Словакия, Словения, Чехия, Эстония; страны частично свободные – Албания, Армения, Болгария, Босния и Герцеговина, Грузия, Македония, Молдова, Россия, Румыния, Югославия (Сербия и Черногория), Украина, Хорватия; несвободные страны – Азербайджан, Беларусь, Казахстан, Киргизия, Таджикистан, Туркмения, Узбекистан.

Сравнивая результаты группировок стран в соответствии с уровнями экономических и политических свобод, легко заметить, что экономическая и политическая свобода в странах с трансформируемой экономикой тесно связаны. В группе из семи стран с весьма ограниченной политической свободой присутствуют четыре из пяти стран из группы стран с низкой экономической свободой, а в восьмерке наиболее политически свободных стран все страны характеризуются высоким уровнем экономической свободы.

Таким образом, в странах с трансформируемой экономикой экономическая и политическая свобода развиваются параллельно, и в них представляется маловероятной латиноамериканская ситуация, когда либеральное развитие экономики сочеталось с довольно жесткими ограничениями политических и гражданских свобод. Это, на наш взгляд объясняется тем, что политические и экономические взгляды людей, проводящих (или тормозящих) радикальные преобразования, сформировались период господства командно-административной системы, которая охватывала как экономическую, так и политическую сферы, и любые изменения в экономической сфере, любая ее либерализация являются невозможными без либерализации политической жизни.

В завершении главы следует подвести некоторые итоги и определить какие страны, спустя более чем десятилетие с момента начала реформ, добились наилучших результатов в своем социально-экономическом развитии.

Как уже отмечалось выше, в нашем анализе было выделено четыре группы показателей: показатели, характеризующие достижения в уровне экономического

развития и восстановления дореформенного максимума объема производства; показатели внутренней и внешней финансовой сбалансированности; показатели, характеризующие степень удовлетворенности населения ходом реформ; и, наконец, показатели, позволяющие оценить уровень институциональных изменений или уровень институциональной зрелости.

На основе всех этих показателей можно построить интегральный показатель, характеризующий уровень, достигнутый страной спустя более, чем десять лет экономических реформ. И в этом случае для нас не столько важен абсолютный уровень такого показателя, сколько соотношение между разными странами в соответствии данным показателем.

Исходя из предположения, что все показатели имеют равное значение для характеристики развития страны, интегральный показатель можно определить как среднее арифметическое от общей суммы баллов, набранных страной по всем показателям. Балльная оценка должна соответствовать номеру группы, к которой отнесена страна. Таким образом, страны, попавшие в первую группу, получают оценку в 1 балл, страны, попавшие во вторую группу в два балла и т.д. Поскольку страны, имеющие наилучшие показатели относились к первой группе, то оценка в один балл будет наивысшей для каждого показателя, и максимально возможная наивысшая итоговая оценка для страны также будет равна одному баллу.

Проведенные в соответствии с данным подходом расчеты дали следующие результаты (Таблица 1.4).

Если сравнить полученные результаты с величиной индекса экономических реформ, исчисляемого Европейским банком реконструкции и развития, то можно заметить определенную связь этих показателей: более высокий показатель индекса экономических реформ соответствует более высокому месту в интегральном показателе сравнительного экономического прогресса: коэффициент корреляции составил $-0,64^1$.

¹ Как уже отмечалось, Индекс экономических реформ исчисляется по шкале от 1 до 4.3, где 1 – минимальный показатель, а 4.3 – максимальный. В связи с этим отрицательная корреляция абсолютно логична.

Исходя из величин интегрального показателя, все страны можно сгруппировать в три группы, в каждую из которых включить страны, входящие в интервал, составляющий примерно 0,5 балла. В первую группу войдут Словения, Эстония, Чехия, Латвия, Словакия, Литва, Венгрия, Польша; во вторую - Россия, Болгария, Армения, Беларусь, Албания, Румыния, Босния и Герцеговина, Украина, Грузия, Азербайджан, Сербия и Черногория; в третью – Молдова, Казахстан, Македония, Узбекистан, Таджикистан, Хорватия, Киргизия.

Таблица 1.4 - Интегральный показатель сравнительного экономического прогресса стран с переходной экономикой после первого десятилетия радикальных реформ¹

Страна	Величина индекса	Страна	Величина индекса
Словения	1.33	Румыния	2.25
Эстония	1.38	Босния и Герцеговина	2.28
Чехия	1.5	Украина	2.38
Латвия	1.63	Грузия	2.38
Словакия	1.75	Азербайджан	2.43
Литва	1.75	Сербия и Черногория	2.5
Венгрия	1.88	Молдова	2.63
Польша	1.88	Казахстан	2.63
Россия	2.0	Македония	2.63
Болгария	2.13	Узбекистан	2.67
Армения	2.14	Таджикистан	2.71
Беларусь	2.14	Хорватия	2.75
Албания	2.25	Киргизия	2.86

Теперь следует сопоставить «входные» условия каждой страны, при которых она приступала к экономическим преобразованиям, и те результаты, к которым она пришла спустя более, чем десятилетие с момента начала реформ. Иными словами, следует определить насколько хорошие показатели той или иной страны по сравнению с другими странами сегодня определяются тем заделом, который

¹ Расчеты по Туркмении не проводились, поскольку из 8 показателей, на основании которых был сделан расчет, у Туркмении отсутствуют данные по 5 показателям.

она имела, к моменту начала реформ, либо это стало результатом самой политики реформирования.

Если вернуться к рассмотренным выше вопросам готовности стран к экономическим преобразованиям, то в качестве наиболее важного показателя следует принять уровень экономической готовности страны к социально-экономическим преобразованиям. Сравнивая группы стран, наиболее готовых к преобразованиям и тех, которые достигли наибольших успехов по истечении более чем десятилетия с момента начала реформ, можно отметить, что страны наиболее готовые к реформам сохранили свое положение в лидирующей группе и к настоящему моменту. Это – Чехия, Словакия и Словения. Вместе с тем следует отметить, целую группу стран, находившихся во второй группе по степени готовности к реформам, но сумевших подняться на более высокую ступень. К этой группе стран относятся Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Эстония.

Среди стран второй группы можно выделить как страны, сохранившие свое место: Армения, Беларусь, Россия, Румыния, Украина, Югославия (Сербия и Черногория), – так и страны, откатившиеся по итогам первого десятилетия реформ в третью группу: Молдова, Хорватия, Казахстан.

Наконец, среди стран третьей группы также можно выделить страны, достигшие относительных успехов и перешедших во вторую группу по интегральному показателю: Албания, Азербайджан, Болгария, Грузия.

Интересен результат более чем десятилетнего экономического развития стран, вступивших в реформы в зависимости от социально-политической «готовности» к преобразованиям. Данные показывают, что все страны, где основные социальные и политические силы были едины в оценке необходимости радикальных преобразований, проводили реформы более динамично, по сравнению с другими, и достигли относительно больших успехов – все они (плюс Словакия) как раз и формируют группу успешных стран. И наоборот, все те страны, где, по сути дела, у основных политических сил отсутствовало ясное представление о необходимости путей преобразований, проводили реформы медленно и так и не смогли покинуть группу стран относительно менее успешных в проведении реформ.

Выводы, полученные в результате анализа «вектора» движения социально-экономического пространства стран с переходной экономикой от некоторого состояния, предшествующего развертыванию радикальных экономических преобразований, до современного состояния, будут использованы в последующих главах при оценке зависимости инфляционных процессов (динамики инфляции) от исходного состояния социально-экономического пространства (в том числе и «готовности к реформам»), при оценке зависимости выбора того или иного варианта антиинфляционной политики от исходного состояния экономики и последующего развития реформ, при оценке зависимости успешности антиинфляционной политики не только от самого выбранного варианта, но и от его связи с развитием экономики.

Глава 2. СУЩНОСТЬ И МЕХАНИЗМЫ ИНФЛЯЦИИ

Рассмотрение проблем собственно антиинфляционной политики должно быть предварено раскрытием содержания инфляции. Сначала рассматривается развитие представлений об инфляции в процессе развития экономической науки, поскольку многие современные идеи, так или иначе объясняющие инфляционные процессы, коренятся в положениях высказанных намного раньше.

2.1. Теории инфляции

В соответствии со сложившимся мнением инфляция определяется как длительное повышение общего уровня цен на товары и услуги, при этом из определения инфляции исключается разовый (одномоментный) рост уровня цен.

Наиболее распространенное объяснение инфляции может быть сведено к следующему: если равновесный уровень цен на внутреннем рынке товаров и услуг повышается как результат постоянного превышения спроса, возникает инфляция спроса. В этом случае совокупный спрос растет быстрее, чем совокупное предложение, и заставляет цены повышаться. Если же постоянно растут издержки фирм – повышается заработная плата, процентные ставки, налоги, цены на импортируемые товары, валютный курс, то в этом случае говорят об инфляции издержек.

На практике далеко не всегда легко выделить в наблюдаемой инфляции компоненты инфляции спроса и инфляции издержек. Более того, будущую инфляцию может вызывать и сама инфляция, ее инерция. Наконец, некоторые теории включают и спрос, и предложение в качестве каналов обратной связи в объяснении инфляции. Следовательно, нужны и иные критерии, кроме спроса и предложения, чтобы классифицировать теории инфляции.

Существует много альтернативных возможностей для того, чтобы различать различные типы теорий инфляции. Можно разделять теории краткосрочной и долгосрочной инфляции, модели инфляции для закрытой и открытой экономик, теории низкой инфляции, высокой инфляции и гиперинфляции, модели инфля-

ции для совершенной и несовершенной конкуренции, фискальные и монетарные теории инфляции и т.д.

В таких условиях представляется полезным в целях последующего анализа классифицировать и сравнивать различные подходы к инфляции в соответствии с историей развития главных дискуссий между конкурирующими школами экономической теории.

Первое противостояние возникло между денежными и кейнсианскими теориями инфляции. Исторически оно было связано с периодом поиска эффективной модели государственного регулирования экономики после Великой депрессии, когда были явно продемонстрированы «провалы рынка».

Представители классического и неоклассического¹ направления экономической теории для объяснения инфляции использовали количественную теорию денег. В своей исходной версии эта теория гласит, что совокупная стоимость всех товаров и услуг должна быть равна сумме всех сделок:

$$M \cdot V = P \cdot Q \quad (2.1)$$

где M - количество (предложение) денег, V - скорость обращения денег, P - общий уровень цен, Q - реальный объем сделок. При таком подходе, совокупное предложение на рынке товаров задано $AS = Q$, а совокупный спрос определяется как $AD = (M \cdot V) / P$.

Здесь Q может быть интерпретировано как реальный объем производства, определяемый на основе производственной функции в долгосрочном периоде. Равновесие на товарном рынке требует, чтобы спрос был равен предложению $AS = AD$ и, следовательно,

$$Q = (M \cdot V) / P. \quad (2.2)$$

Если предположить, следуя экономистам-классикам, что скорость денежного обращения и реальный объем производства в краткосрочном периоде неизменны, то "уравнение обмена" (2.2) может быть переписано, чтобы получить уравнение цены:

¹ К классикам (истинным классикам) мы относим Д. Юма, А. Смита, Д. Рикардо, Дж. С. Милля, к неоклассикам (неоклассикам первого поколения) - Л. Вальраса, А. Маршалла, А. Пигу.

$$P = (\bar{V} / \bar{Q}) \cdot M \quad (2.3)$$

В соответствии с этим уравнением любое увеличение предложения денег пропорционально увеличивает, при прочих равных условиях, уровень цен, т.е. общий уровень цен является исключительно функцией предложения денег, или, иными словами, избыточное предложение на денежном рынке вызывает, при прочих равных условиях, избыточный спрос на товарном рынке.

Если выразить уравнение (2.3) в величинах относительного прироста, то можно получить уравнение инфляции в рамках количественной теории денег:

$$\pi \approx (v - q) + m, \quad (2.4)$$

где π , v , q и m - процентные изменения P , V , Q и M , соответственно, при этом v и q предполагаются равными нулю.

В своей простейшей интерпретации это классическое (или неоклассическое) соотношение фиксирует, что инфляция – это исключительно денежный феномен, если игнорировать возможные изменения скорости обращения денег и реального объема выпуска. Таким образом, с точки зрения классической и первого поколения неоклассической экономической теории, для борьбы с инфляцией необходимо сократить предложение денег.

Следует, однако, иметь в виду, что существуют некоторые различия в классической и неклассической версиях количественной теории денег (см. [288, р. 47-48]). Неоклассическая модель основывается на предположении о полной занятости, и характеризуется дихотомией между реальным и денежным секторами экономики. Следовательно, рост предложения денег увеличит общий уровень цен, оставляя неизменными объемы спроса и предложения, т.е. реальный объем выпуска. С другой стороны, «истинные» классики не предполагают полной занятости, и у них нет места дихотомии. По Д. Юму рост предложения денег увеличивает общий уровень цен через передаточный механизм иного типа. Рост номинальных кассовых остатков экономических субъектов первоначально приводит к более высоким расходам на товары и услуги и, следовательно, к росту производства. Затем, при предположении о наличии безработицы, цены начинают приспосабливаться к растущему предложению денег. В результате деньги не являются

нейтральными, как в неоклассической модели, они имеют некоторый реальный эффект в краткосрочном периоде.

Дж. М. Кейнс в своей наиболее известной работе «Общая теория занятости процента и денег» опирался, главным образом, на предположение о существовании равновесия при неполной занятости и постоянном общем уровне цен, т.е. в ней не ставилась задача анализировать динамику инфляции.

Модель инфляции, альтернативную модели, основанной на количественной теории денег, Кейнс исследовал в другой своей работе [286], где была рассмотрена модель инфляции спроса с жесткими ценами, прежде всего на рынке труда (с жесткой заработной платой). В модели «инфляционного разрыва» Кейнс описал «процесс перераспределения, где инфляция действует как насос, перекачивающий доход от лиц получающих заработную плату (лиц наемного труда), которые имеют низкую склонность к сбережению и низкую ставку налогообложения, к предпринимательскому сектору, где выше склонность к сбережению и предельная ставка налогообложения» [249, р. 230]. Неожиданный рост совокупного спроса (инфляционный разрыв) ведет к росту цен при условии полной занятости и это, в свою очередь, создает неожиданную дополнительную прибыль для фирм, хотя номинальная заработная плата в течение какого-то времени остается неизменной. Возросшая прибыль создает дополнительный спрос на товарном рынке, но попытка фирм удовлетворить первоначальный скачок спроса создает дополнительный спрос на рынке труда. Это приводит к конкуренции среди предпринимателей за рабочую силу в условиях полной занятости, в результате номинальная заработная плата повышается и восстанавливает величину реальной заработной платы на первоначальном уровне. Если механизм с запаздывающей реакцией заработной платы будет продолжать работать, то возникнет инфляционная спираль, разрушить которую можно двумя способами (или их сочетанием). Во-первых, путем снижения совокупного спроса, например, за счет роста налогов, или сокращения правительственных расходов, во-вторых, путем снижения жесткости заработной платы и цен.

Кейнсианская модель инфляционного разрыва была, прежде всего, моделью

инфляции спроса при условии жесткости заработной платы в краткосрочном периоде, но вместе с тем в ней отсутствовал какой-либо ясный анализ развития денежного рынка, как в количественной теории денег.

Подход Кейнса к инфляции спроса по своей сути носил неденежный характер. Однако большинство современников Кейнса, поддерживавших и развивавших его идеи, не восприняли идеи объяснения инфляции со стороны неденежных шоков – шоков предложения и продолжали рассматривать лишь шоки спроса как первопричину инфляции. В своих работах они формализовали кейнсианский анализ инфляционного разрыва (см., например, [389]), и эти объяснения инфляции фактически доминировали в экономической литературе до 70-х годов XX века, когда развитие экономики показало, что традиционные методы государственного регулирования экономики потеряли свою эффективность, и возник эффект «провала государства».

Дальнейшее развитие экономической мысли привело к новому витку дискуссий, посвященных проблемам инфляции. На этот раз столкнулись некейнсианский и монетаристский подходы.

Как известно, в основе некейнсианской макроэкономики (кейнсианского неоклассического синтеза) лежат «три кита»: модель *IS-LM* для закрытой экономики², кривая Филлипса³ и модель Манделла-Флеминга для малой открытой экономики.

Механизм перераспределения дохода, который объяснял рост цен в модели Дж. Кейнса и А. Смитиса, не был включен в стандартную модель *IS-LM*. Следовательно, в некейнсианской модели *IS-LM* не было внутреннего механизма, приводящего к постоянному росту цен, или инфляции. С другой стороны, различие между кейнсианскими и классическими теориями распределения дохода свелось к различиям в чувствительности спроса на деньги в связи с изменением процентной ставки, и, следовательно, к наклону кривой равновесия на денежном рынке (*LM*).

² В качестве основополагающих работ здесь, как правило, называют работы Дж. Хикса [268] и А. Хансена [264], упуская исключительно важную статью Ф. Модильяни [324].

³ И здесь наряду с классической работой А. Филлипса [362] следует назвать статьи Р. Липси [305] и П. Самуэльсона и Р. Солоу [382].

Таким образом, кейнсианский неоклассический синтез инкорпорировал в модель *IS-LM* динамику рынка труда, приняв в расчет пропущенный блок «зарплата – цены», учтя кривую Филлипса (*PC*), или уравнение инфляции:

$$\pi = \alpha \cdot U \quad (2.5)$$

где π - темп инфляции, а U - уровень безработицы, альтернатива (отрицательная корреляция) между инфляцией и безработицей задается при $\alpha < 0$. Более того, рост занятости (или снижение безработицы) рассматривался как индикатор излишнего спроса на рынке труда и, следовательно, товарном рынке, исходя из традиции объяснения инфляции инфляцией спроса.

Определение инфляции как инфляции спроса на основе модели *IS-LM-PC*⁴ оказалось не в состоянии объяснить стагфляцию в конце 60-х – начале 70-х годов. Очевидные свидетельства несоответствия между кривой Филлипса и сосуществованием экономического спада и инфляции были фактически предсказаны во второй половине 60-х годов прошлого века М.Фридманом и Э. Фелпсом [241; 356], которые предложили дополненную кривую Филлипса или кривую Филлипса с учетом ожиданий:

$$\pi = \alpha \cdot U + \beta \cdot \pi^e, \quad (2.6)$$

где π^e - инфляционные ожидания, а β – параметр приспособления (адаптации) ожиданий.

Из формулы (2.6) следует, что в краткосрочном периоде при некоторых данных инфляционных ожиданиях еще существует обратное соотношение между инфляцией и безработицей. В таком случае инфляционные ожидания действуют в модели как переменная сдвига. Однако, при предположении, что в долгосрочном периоде $\beta=1$, а $\pi^e = \pi$, кривая Филлипса должна стать вертикальной. Иначе говоря, в долгосрочном периоде не существует альтернативы между инфляцией и безработицей, а вертикальная кривая Филлипса представляет вид «естественной нормы безработицы».

В соответствии с монетаристским подходом формирование инфляционных

⁴ Модель *IS-LM*, дополненная кривой Филлипса.

ожиданий происходит на основе прошлого опыта, т.е. адаптивно, в том смысле, что при формировании ценовых ожиданий в распоряжении экономических агентов имеется не вся информация:

$$\pi_t^e = \lambda \cdot \pi_{t-1} + (1 - \lambda) \cdot \pi_{t-1}^e, \quad (2.7)$$

где λ и $(1-\lambda)$ – параметры приспособления (адаптации).

В этом уравнении ожидаемый темп инфляции в момент времени t представляет собой только взвешенную среднюю действительного уровня инфляции и ожидаемого уровня инфляции в предшествующий период. Это уравнение, показывающее, как формируется инфляция, рассматривается многими экономистами как удобная мера инфляционной инерции. Если предположить, для простоты, что $\lambda=1$, то уравнение (2.7) может быть записано, как $\pi_t^e = \pi_{t-1}$, из чего следует простой вывод: инфляцию можно ожидать уже только потому, что она уже была в прошлом.

К началу 70-х годов XX века основная острота дискуссий о природе инфляции переместилась в споры между монетаристами и структуралистами, иначе говоря, свелась к вопросу, является ли инфляция проблемой спроса или проблемой предложения (инфляцией издержек).

Этот период связан с формированием в экономике двух новых типов экономических моделей: скандинавской модели, характеризующейся высоким уровнем включенности государства в перераспределительные процессы, и специфических моделей развивающихся стран, уровень развития которых существенно отличался (отставал) от уровня развития индустриально развитых стран. В связи с этим и возникла необходимость теоретического осмысления макроэкономических процессов в целом, в том числе и инфляционных процессов, протекающих в рамках данных моделей.

Различные концепции инфляции издержек в значительной степени приписывают инфляцию (как и дефляцию) неденежным эффектам, приходящим со стороны предложения, которые изменяют величины различных элементов издержек на единицу продукции и компонентов, формирующих прибыль. Все это, в конеч-

ном счете, влияет на цену. Структуралистский подход к инфляции является одной из главных версий инфляции издержек.

Первое поколение структуралистских моделей инфляции развивалось в 60-е годы XX века на основе анализа инфляции в Латинской Америке. В их основе лежало различие в производительности промышленного и аграрного секторов. Эти модели базировались на предположении, что традиционный сектор, в целом, реагирует на денежные шоки (шоки спроса) с опозданием. Такое запаздывание сопровождается частичным ростом промышленного производства и занятости в краткосрочном периоде, что в свою очередь увеличивает заработную плату и, следовательно, спрос на сельскохозяйственные продукты. Этот рост изменяет относительные цены в пользу цен на продовольствие. Более высокие цены на сельскохозяйственную продукцию приводят к требованиям повышения зарплаты в этом секторе. Увеличение заработной платы увеличивает спрос на продукцию промышленности, и механизм продолжает работать. В такой модели совокупное предложение постоянно отстает от совокупного спроса в результате временной жесткости одного из рассматриваемых секторов. Следовательно, структуралистская модель воспринимается как теория инфляции издержек.

В 1970-е годы одной из наиболее популярных версий структуралистского подхода к инфляции была так называемая «скандинавская» модель. Ее специфической чертой было то, что она базировалась на реальной практике скандинавских стран, где заработная плата устанавливается через систему национальных коллективных договоров, в соответствии с которыми происходит примерно одинаковый рост заработной платы для всех работников, состоящих в профсоюзах.

Рост заработной платы в более прогрессивных отраслях постепенно распространяется на менее прибыльные отрасли, что неизбежно приводит к росту цен на их продукцию для компенсации издержек, это приводит к росту многих элементов стоимости жизни, и получатели заработной платы, которые выиграли первыми, стремятся восстановить свои преимущества в покупательной способности; что приводит к раскручиванию спирали (см. [420, p. 80]).

В рамках общего структуралистского подхода особый интерес представляет

концепция «социальной инфляции», выдвинутая Р. Пребишем [98, с. 114-131].

В соответствии с этим подходом, в основе процессов, называемых социальной инфляцией, лежит механизм стремления экономической системы [периферийного капитализма] восстановить величину «излишка»⁵, необходимого для роста накопления и потребления привилегированных слоев общества, тогда, когда под влиянием процессов демократизации общества возрастает участие трудящихся в распределении излишка через рост заработной платы. Единственной формой восстановления величины излишка является повышение цен.

Другие известные варианты теории инфляции издержек были предложены посткейнсианской экономической теорией и экономической теорией неравновесия, которые получили бурное развитие в 70-е годы XX века. Они делали особый акцент на роль ценообразования по методу ценовой накладки, претензии на доход и изменения относительных цен.

Кейнсианские, структуралистские, неомарксистские, посткейнсианские версии теории инфляции издержек включают близкие распределительные механизмы, которые предполагают изменения в относительных ценах, приводящие к росту общего уровня цен, т.е. к длительному инфляционному процессу. Однако другая группа теорий инфляции издержек (теория инфляции со стороны предложения) стремится объяснить только одноразовый рост цен, вызванный экзогенным шоком, таким как рост цен на нефть или девальвация. Идея импортируемой инфляции основана на некоторых разовых шоках, однако она не может объяснить инфляцию, поскольку не включает механизм, который способен генерировать длительный рост цен в открытой экономике. Временная природа большинства шоков нефтяных цен признает только временные изменения в относительных ценах, объеме выпуска и занятости, приводя к одноразовому воздействию на общий уровень цен. Однако в литературе встречаются некоторые усложненные попытки моделирования предлагаемых альтернативных механизмов, в которых, например, причины инфляции связываются со снижением валютного курса или кризисом

⁵ Термин «излишек» по своему содержанию аналогичен терминам совокупный прибавочный продукт, совокупная прибыль.

платежного баланса, которые приводят к инфляции через рост инфляционных ожиданий, дефицита государственного бюджета и предложения денег.

Современная количественная теория денег допускает, в традициях М. Фридмана, что инфляция возникает, когда темп роста предложения денег превышает темп роста реального объема выпуска в экономике. В соответствии с позицией монетаристов, количественная теория денег предполагает, что инфляция всегда и везде является денежным и спросовым феноменом. По их мнению, аргументы, объясняющие инфляцию со стороны издержек обманчивы, поскольку основываются, прежде всего, на некоторых микроэкономических наблюдениях со стороны предложения. Монетаристы, в целом, полагают, что рост издержек на отдельных фирмах или в отраслях производства не может быть инфляционным до тех пор, пока он не связан или не обеспечен ростом предложения денег. Таким образом, причинная обусловленность идет от инфляции к издержкам, а не наоборот.

Новый импульс дискуссиям, посвященным инфляции, придала революция рациональных ожиданий. В макроэкономике с 1970-х годов стала доминировать идея так называемых рациональных ожиданий, выдвинутая Р. Лукасом, Т. Сарджентом, Н. Уоллесом, Р. Барро и другими. Исторически этот период был связан с бурным развитием финансовых рынков, увеличением числа сделок на них, и с потребностью теоретического объяснения процесса оценки информации и принятия решений в новых условиях.

Начиная с монетаристского предположения о непрерывной расчистке рынка (восстановлении рыночного равновесия) и несовершенной информации, школа рациональных ожиданий, которая может быть названа первым поколением новой классической макроэкономики, подчеркивала, что люди не совершают постоянно один и те же ошибки в прогнозировании, как предполагается в концепции адаптивных ожиданий. Экономические агенты формируют свои макроэкономические ожидания рационально, основываясь на всей доступной сегодняшней и прошлой информации, а не только на прошлой информации, как в случае адаптивных ценовых ожиданий. В соответствии с традиционным монетаристским подходом,

ошибки в ценовых ожиданиях взаимосвязаны. В концепции рациональных ожиданий, напротив, ошибки носят случайный характер и не зависят одна от другой.

Подход теории рациональных ожиданий к деловому циклу и ценам обосновал вертикальную кривую Филлипса как для долгосрочного, так и для краткосрочного периода. Если денежные власти объявляют о денежных стимулах заранее, то экономические агенты ожидают роста цен. В этом случае абсолютно ожидаемая денежная политика не может иметь какой-либо реальный эффект в краткосрочном периоде, как утверждали монетаристы. Таким образом, центральный банк может воздействовать на реальный выпуск и уровень занятости, только если сможет найти способ создать «ценовой сюрприз». Аналогично, если политики объявят о проведении каких-либо мер, направленных на снижение инфляции, заранее, то эта политика не сможет привести к снижению цен, если люди не верят, что правительство будет реально проводить ее в жизнь. В новой классической парадигме ценовые ожидания тесно связываются с необходимостью высокой репутации и, как следствие, доверия к политике центрального банка. В противном случае достижение успеха в снижении темпов инфляции оказывается невозможным [169; 383].

В соответствии с монетаристской и новой классической экономической теорией рост предложения денег возникает, как правило, вследствие дефицита государственного бюджета, который финансируется главным образом центральным банком. Бюджетные ограничения правительства важны для понимания динамики инфляции. Любые альтернативные методы финансирования текущего дефицита только устанавливают момент неминуемой в будущем инфляции, при условии, что фискальная политика доминирует над денежной политикой.

1980-е годы XX века ознаменовались дальнейшим развитием идей новой классической макроэкономики. Это проявилось в появлении так называемого второго поколения «новых классических макроэкономистов». К нему можно отнести Э. Прескотта, Ф. Кидланда, К. Плоссера и других. Они подчеркивали, что подъемы и спады экономической активности в большей степени порождаются реальными шоками или шоками совокупного предложения, нежели монетарными шо-

ками или шоками совокупного спроса. Предполагая, что кривая совокупного спроса неизменна, что происходит постоянное восстановление рыночного равновесия при неполной информации и рациональных ожиданиях, теория реального делового цикла исследует воздействия шоков предложения на деловой цикл.

В более широком смысле теоретики реального делового цикла не пытаются непосредственно объяснить изменения уровня цен или инфляцию. Более того, главным образом они концентрируют внимание на неблагоприятных воздействиях на реальный выпуск негативных шоков предложения, таких как отклонения производительности фактора производства от долгосрочного тренда или изменения относительных цен, вызванные шоками цен на нефть. Однако нетрудно увидеть, что важная заслуга авторов теории реального делового цикла состоит в том, что они привлекли внимание к возможно важной роли шоков предложения для объяснения инфляции. Вернувшись к уравнению (2.4), можно заметить, что продолжительные и негативные шоки предложения ($q < 0$) могут вызвать инфляцию при предположении, что $v=m=0$. Это утверждение также соответствует и монетаристскому объяснению инфляции, поскольку даже в этом случае прирост денежной массы превышает прирост реального предложения ($m > q$). С другой стороны, теория реального делового цикла отмечает, что продолжительное совершенствование технологии может в значительной степени способствовать снижению темпов инфляции в инфляционной среде.

Предполагая, что все рынки постоянно находятся в состоянии равновесия вследствие быстрых приспособлений цен и объемов выпуска к внешним шокам, неоклассики, монетаристы и новые классики рассматривают причины инфляции и средства борьбы с нею, игнорируя в большинстве случаев возможность запаздывания механизма приспособления цен, которая может быть связана с жесткостью цен и заработных плат в краткосрочном периоде. Однако, начиная с конца 70-х годов XX века, новые кейнсианцы, такие как Дж. Акерлоф, Дж. Стиглиц, Н.Г. Мэнкью, Дж. Тэйлор, О. Бланшар, исследовали возможные микроэкономические обоснования этой жесткости, чтобы устранить априорное кейнсианское предположение о неизменности заработной платы и цен в коротком периоде (см.

[374, 377]). Новые кейнсианцы свою критику новой классической макроэкономики концентрируют преимущественно на предположении о постоянном «приспособлении» рынка, однако и они признают, что в долгосрочном периоде инфляция является денежным феноменом. В соответствии с идеями новых кейнсианцев, жесткость заработной платы и цен в коротком периоде может быть объяснена с помощью таких явлений как «малые издержки меню» или «несинхронные изменения заработной платы и цен». Для многих фирм, особенно в условиях низкой инфляции, может оказаться более затратным постоянно изменять свои цены, реагируя на каждое изменение спроса, нежели поддерживать их относительно стабильными. В свою очередь, несинхронность может замедлить процесс приспособления общего уровня заработной платы и цен, даже когда индивидуальные соотношения цены и заработной платы меняются часто.

Очевидно, идея жесткости цен не пригодна для так называемых аукционных рынков, где цены меняются постоянно (типичным примером здесь является биржевая торговля). Ее обоснованность ограничивается некоторыми рынками потребительских товаров с официально объявляемыми ценами, где цены конечных продуктов более восприимчивы к изменениям затрат на сырье и полуфабрикаты, чем к изменениям совокупного спроса. Более того, возможность неравномерного или несинхронного приспособления цен и заработной платы как источник инерционного механизма в условиях несовершенной конкуренции значительно снижается в экономике с высокой инфляцией, так как в этих условиях низкие издержки меню уже не имеют значения, а продолжительность контрактов резко сокращается, что повышает синхронность изменения заработной платы и цен. Вместе с тем жесткость заработной платы, связанная с такими факторами как контракты с перекрывающимся уровнем заработной платы, может помочь объяснить динамику инфляции в краткосрочном периоде, даже когда уровень инфляции высок.

Развитие макроэкономической теории показало, что с начала 1990-х годов разногласия между новыми кейнсианцами и новыми классиками по вопросам, связанным с проблемами делового цикла и движения цен значительно уменьши-

лись⁶, и на повестку дня в развитии макроэкономики стал новый неоклассический синтез⁷.

Новое поколение моделей экономических колебаний включило себя два основополагающих элемента: во-первых, последовательное применение, с одной стороны, идеи поведения экономических субъектов (фирм и домашних хозяйств), делающих свой выбор с учетом межвременной оптимизации, а с другой стороны, идеи рациональных ожиданий; во-вторых, включение в анализ макроэкономической динамики положения о существовании несовершенной конкуренции и положения, что приспособление цен в краткосрочном периоде ведет к значительным издержкам.

В новом неоклассическом синтезе денежные шоки или шоки спроса являются ключевым фактором делового цикла, поскольку это базируется на предположении новых кейнсианцев о негибкости цен в краткосрочном периоде. В то же время, в новом неоклассическом синтезе потенциально значительную роль в объяснении колебаний реальной экономической активности играют такие шоки предложения, как изменения производительности, изменения в налоговой политике или шоки относительных цен, как это объясняется новой классической теорией реального делового цикла. Сложные модели нового неоклассического синтеза позволяют действовать как кейнсианским механизмам, так и механизмам, базирующимся на теории реального делового цикла, причем в определенной степени их влияние протекает степени через различные каналы. Новая версия модели *IS-LM-PC* в рамках нового неоклассического синтеза делает уровень цен эндогенной переменной. Сторонники данной концепции, как и новые классики, рассматривают ожидания как критический фактор для развертывания инфляции, но считают, что ожидания поддаются воздействию со стороны денежной политики.

Наконец, бурное развитие в последние десятилетия институционализма как

⁶ На смягчение противоречий в позициях сторонников классического и кейнсианского направлений макроэкономического анализа указывает, например, Р. Солоу [391].

⁷ Сам термин «новый неоклассический синтез» впервые появился в статье М. Гудфренда и Р. Кинга [255]. В дальнейшем мы подробно остановимся на модели нового неоклассического синтеза как методологической основе анализа инфляции и разработки антиинфляционной политики.

направления экономической теории сказалось и на развитии макроэкономики, приведя к появлению в ее рамках такого направления, как новая политическая макроэкономика. Интерес к этому направлению был связан с тем, что все предшествующие теории сосредоточивали внимание, главным образом, на макроэкономических детерминантах инфляции (денежных и реальных шоках и инерции инфляции) и просто игнорировали роль неэкономических факторов, таких как институты, политический процесс и культура, в возникновении и ускорении инфляции. Они также не учитывали возможность того, что значительный дефицит бюджета как потенциальный источник инфляции, может быть частично или полностью эндогенным, в связи с влиянием на бюджет и, следовательно, на инфляцию, процесса принятия политических решений и возможной лоббистской деятельности.

Развивающаяся в последние годы новая политическая экономия изучает, как политическая природа принятия решений воздействует на политический выбор и, следовательно, на экономические результаты. Как справедливо отмечает А. Дрейзен: «В реальном мире экономическая политика не выбирается неким творцом, который обитает в учебниках по экономике, укрытый от агентов с противоположными интересами, в то время как он безошибочно рассчитывает оптимальную политику. Экономическая политика есть результат принятия решений, который балансирует конфликтующие интересы, так, что может возникнуть коллективный выбор» [222, р. 20].

Таким образом, новая политическая экономия демонстрирует оригинальный взгляд на отношения между сроками выборов, политической ситуацией, политической нестабильностью, политическим доверием и репутацией, независимостью центрального банка и самим инфляционным процессом.

Резюмируя все выше сказанное, содержание инфляции можно свести к следующему.

Поскольку, общий уровень цен в экономике представляет собой относительную цену товаров и услуг в денежной форме, то инфляция должна быть феноменом, который является результатом взаимодействия денежных и реальных

факторов или, соответственно, факторов спроса и предложения. Эти факторы и образуют первые две группы факторов, которые порождают инфляцию.

В качестве главного источника шоков со стороны спроса обычно рассматривается постоянный бюджетный дефицит. При анализе роли бюджетного дефицита и методов его финансирования необходимо учитывать и обратное влияние инфляции на реальную величину правительственных доходов вследствие существования лагов сбора налогов (эффект Танзи-Оливейры) и на реальную величину обязательств правительства (инфляционный налог). В первом случае разрыв между моментом получения дохода и моментом перечисления налога в бюджет приводит к тому, что налоги выплачиваются уже обесцененными деньгами; во втором случае происходит обесценение обязательств самого правительства.

Изучение инфляционных эффектов, возникающих из реальных шоков, тесно связано с экономической теорией технологических изменений, теориями долгосрочного экономического роста и формирования валютного курса, так как они возникают в форме, например, отрицательных шоков производительности, stagflationных шоков, связанных с ценами на импортное сырье, или шоков снижения курса национальной валюты.

Однако на динамику цен могут также оказывать влияние ожидания, жесткость цен и заработной платы и возможный опыт проведения индексаций в экономике. Все эти факторы могут быть отнесены к инерционным факторам инфляции, которые могут рассматриваться в качестве третьего блока факторов, объясняющих инфляцию⁸.

Последний блок факторов, объясняющих инфляцию, предлагается институциональной экономикой и новой политической макроэкономикой, которая тесно связана с институциональной экономикой. Для того, чтобы более реалистично оценивать инфляцию должен быть учтено влияние институтов. Большинство теоретических дискуссий о причинах инфляции основываются на предположении, что рынки хорошо развиты и функционируют при наличии необходимых законов

⁸ Такой подход близок к предложенной Р. Гордоном "треугольной" модели инфляции ("triangle" model of inflation) [256].

и правил, обеспечивающих конкуренцию. Однако во многих развивающихся странах с высокой инфляцией это далеко не так. Таким образом, политический или институциональный подход к экономике предполагает, что в расчет должны приниматься и институциональные, политические и культурные факторы для объяснения сложившегося уровня инфляции.

Можно сделать вывод, что сложное взаимодействие четырех групп факторов (шоков спроса и предложения, инерции и влияния институтов) объединяется, чтобы объяснить инфляцию в любой экономике⁹. Иначе говоря, перефразируя М. Фридмана, можно сказать, что инфляция всегда и везде представляет собой макроэкономический и институциональный феномен. В дальнейшем мы убедимся в справедливости этого тезиса для переходной экономики.

2.2. Экономические механизмы инфляции

Прежде чем переходить к рассмотрению экономических механизмов инфляции необходимо остановиться на самом понятии экономического механизма. В связи с этим очень интересным представляется взгляд на существо экономических механизмов, предложенный А. Кульманом¹⁰.

Исходя из своей сущности, экономический механизм определяется либо природой исходного явления, либо конечным результатом серии явлений. Однако составляющими элементами механизма всегда являются и исходное явление, и завершающие явления, и весь процесс, который происходит в интервале между ними.

По мнению А. Кульмана, несмотря на то, что теоретически возможно существование стольких экономических механизмов, «сколько существует экономических импульсов в каждой системе взаимосвязанных явлений при заданных условиях», все экономические механизмы могут быть классифицированы на основе

⁹ Следуя "количественной" логике Р. Гордона такая модель могла бы быть названа "четырёхугольной" или "четырёхблоковой" моделью.

¹⁰ «Мы говорим об экономическом механизме в том случае, если некое исходное экономическое явление влечет за собой ряд других, причем для их возникновения не требуется дополнительного импульса» [52, с. 12].

характера «результатов действия того или иного экономического механизма» [52, с. 16-17]. В рамках такой классификации выделяются механизмы, результатом которых является воспроизводство в большем или меньшем масштабе исходного экономического явления, и механизмы, в результате действия которых возникает иное, отличное от исходного, экономическое явление. Здесь сам результат становится исходной точкой новой цепочке экономических явлений.

Первая группа экономических механизмов получила у А. Кульмана наименование механизмов закрытого типа, а вторая – механизмов открытого типа [52, с. 17].

Механизм инфляции, хотя и относится к группе открытых экономических механизмов, но отличается от них тем, что во всех иных открытых экономических механизмах неравновесная ситуация, пусть и временная, является результатом их функционирования, а что касается механизма инфляции, то не его действие ведет к нарушению равновесия, а он сам изначально является неравновесным [52, с. 18].

Как нам представляется, анализ механизмов инфляции следует начинать с выявления некоторых глубинных (воспроизводственных) основ инфляционных механизмов и лишь затем переходить к рассмотрению проблем инфляции, связанных с экономической политикой.

Доказательство существования механизмов инфляции подобного рода станет, на наш взгляд, дополнительным и весьма сильным аргументом в пользу позиции, что инфляция не является следствием только ошибочной экономической политики, а порождается некоторыми объективными процессами в экономике.

Как нам представляется можно выделить три группы экономических механизмов, порождающих инфляцию:

- 1) инвестиционный механизм;
- 2) механизмы, связанные с неравномерностью научно-технического прогресса;
- 3) механизмы, возникающие под влиянием естественных факторов.

Инвестиционный механизм инфляции связан с длительным производственным циклом (сроком производства), т.е. длительным периодом оборота денеж-

ных средств. При таких условиях деньги, выплачиваемые за выполненную работу, поступают не из вновь созданной и реализованной стоимости, а как бы авансируются. Работник, приобретающий на рынке жизненные блага, доставляет продавцу деньги, но не доставляет никаких товаров, поскольку производство еще не завершено. Таким образом, растет платежеспособный спрос, который не содержит никаких элементов предложения. Это создает условия для роста цен как на средства производства, так и на предметы потребления¹¹.

Оценивая инвестиционный механизм, порождающий инфляцию, с точки зрения теорий инфляции, можно отметить, что единственным источником денежных средств, которые можно выплатить за еще не выполненную работу является кредит, в связи с этим при выдаче кредита должно произойти увеличение денежной массы, таким образом, необходимым условием для запуска данного механизма инфляции должен стать рост предложения денег, т.е. монетарный фактор, вместе с тем побудительным импульсом для роста предложения денег являются потребности реального производства, т.е. немонетарный фактор.

Неравномерность научно-технического прогресса существует в двух формах – внутриотраслевой и межотраслевой. Первая заключается в различии в темпах научно-технического прогресса между предприятиями одной отрасли, вторая – в различии темпов научно-технического прогресса между отдельными отраслями экономики.

В связи с этим можно говорить, что неравномерность научно-технического прогресса оказывает влияние на инфляционные процессы по двум направлениям.

Во-первых, вследствие внутриотраслевой неравномерности научно-технического прогресса можно говорить о явлении, которое мы называем «эффектом монопольного прорыва». Суть его состоит в том, что новое научно-техническое решение первоначально осваивается крайне небольшим числом предприятий (часто вообще одним предприятием), и на какое-то время это предприятие (группа предприятий) становится монополистом, поскольку эластичность

¹¹Подобный механизм возрастания спроса, правда, вне всякой связи с проблемами инфляции, был описан К. Марксом во втором томе «Капитала» [58, с. 357-358].

производства (предложения) в силу объективных причин ниже, чем эластичность спроса. Цена, вследствие превышения спроса над предложением, устанавливается относительно высокая. Эту цену и должны учитывать (и реально учитывают) в своих издержках предприятия-потребители, особенно в тех случаях, когда речь идет об удовлетворении новых потребностей более высокого уровня. Выражаясь языком денежной теории, происходит увеличение спроса на деньги, на которое, как правило, реагирует и предложение денег. Впоследствии по мере роста производства и насыщения спроса могут сложиться условия для снижения цен на те или иные продукты, связанные с достижениями научно-технического прогресса, однако первоначальный толчок к повышению цен был уже дан, и существование некоторых «стопорных» механизмов не позволяет вернуться общему уровню цен на прежний уровень. И в этом случае в механизме инфляции сочетается действие монетарных и немонетарных факторов, причем действие последних усиливается негибкостью цен.

Во-вторых, неравномерность научно-технического прогресса в различных отраслях экономики приводит к неравномерному росту производительности труда и заработной платы в различных отраслях. Механизм развертывания инфляции в подобной ситуации может быть проиллюстрирован с помощью модели «трех П», предложенной Р. Курбисом (см. [188, р. 213-214]).

Эта модель включает три постулата, которые вполне достоверно отражают поведение экономических субъектов. Первый – «принцип производительности» – основан на том факте, что отраслевая заработная плата, как правило, возрастает пропорционально росту производительности труда. Во всяком случае, темпы роста заработной платы выше в тех отраслях, где выше темпы роста производительности труда. Второй – «принцип паритета» - основан на том, что в результате межотраслевого перемещения рабочей силы соотношение уровней вознаграждения за труд в разных отраслях не меняется. Даже если предположить данное предположение чрезмерно жестким, то в любом случае рост заработной платы в одной из отраслей вызывает приток туда рабочей силы и отток рабочей силы из других отраслей. Следовательно, возникнет необходимость стимулирования при-

влечения рабочей силы в «старые» отрасли, и восстановление соотношения заработной платы близкой к исходной ситуации. Третий - «принцип покупательной способности» - отражает тот факт, что в результате борьбы за сохранение своего жизненного уровня наемные работники, как правило, добиваются регулярного повышения номинальной заработной платы пропорционально темпам повышения общего уровня цен на потребительские блага¹².

Если исходить из справедливости всех трех принципов, то сам по себе рост общего уровня цен под влиянием межотраслевой неравномерности научно-технического прогресса происходит по следующей схеме.

Вследствие неравномерности научно-технического прогресса в одной из отраслей экономики эффективность производства (производительность труда) возрастает быстрее, чем в среднем по всему хозяйству. В соответствии с «принципом производительности» заработная плата работников, занятых в данной отрасли возрастает пропорционально росту отраслевой производительности труда.

В соответствии с «принципом паритета» происходит выравнивание заработной платы в других отраслях по заработной плате в отрасли с самыми высокими темпами роста производительности труда.

В результате этого средняя заработная плата по экономике в целом возрастает быстрее, чем средняя производительность труда. Следствием этого становится начало возрастания общего уровня цен.

В соответствии с «принципом покупательной способности» наемные работники во всех отраслях добиваются роста заработной платы, чтобы удержать свою покупательную способность. Это приводит к дальнейшему росту заработной платы вне всякой связи с ростом производительности труда. В результате рост цен может приобрести кумулятивный, самоподдерживающийся характер в виде инфляционной спирали.

Сопоставляя данный механизм инфляции с теоретическими представлениями о ней, нетрудно заметить, что эта схема является конкретной иллюстрацией

¹² Для переходной экономики в целом этот принцип выглядит малореалистичным, однако в индустриально развитых странах он, в целом, реализуется.

«скандинавской» версии структуралистской модели. Однако и в этом случае повышение заработной платы должно быть «подтверждено» ростом денежной массы.

Механизмы инфляции, связанные с действием естественных факторов можно разделить на две группы.

Во-первых, механизмы инфляции, связанные с действиями природных факторов. Здесь, с одной стороны, имеет место рост цен, вызванный ростом затрат на добычу природных ресурсов в силу ухудшения природно-климатических и горно-геологических условий¹³. По некоторым данным, более 90 % всех капиталовложений в добывающие отрасли идет на поддержание достигнутого уровня добычи [17, с. 8]. Удорожание сырья распространяется по всей технологической цепочке.

С другой стороны, удорожание продукции может происходить в связи с ростом затрат на охрану окружающей среды.

Здесь в обоих случаях имеет место инфляция издержек (шок предложения), которая также должна быть подкреплена ростом предложения денег.

Во-вторых, механизмы инфляции, связанные с действием демографических факторов. Смысл этого механизма может быть сведен к следующему. Динамика возрастной структуры населения и структуры занятости свидетельствует о том, что в последние десятилетия происходит снижение доли населения, занятого в общественном производстве, в общей численности населения. Это происходит по следующим причинам: во-первых, в связи с ростом требований к современной рабочей силе удлиняются сроки ее подготовки и, таким образом, отодвигается возраст вступления молодых работников в трудовую деятельность; во-вторых, увеличение продолжительности жизни увеличивает численность и долю лиц пенсионного возраста, завершивших активную трудовую деятельность. Все это может усиливать давление спроса и создавать дополнительный инфляционный потенциал. В данном случае механизм инфляции связан с теоретическим объяснением, основанным на идее инфляционного разрыва.

¹³ Разумеется, ресурсы могут дорожать и в связи с действием иных механизмов инфляции, но это не имеет отношение к данному пункту.

Можно сделать вывод, что в рамках этих общеэкономических механизмов инфляции и следует анализировать конкретные механизмы инфляции, которые либо представляют собой частную форму реализации в тех и иных конкретных условиях общих механизмов инфляции, либо представляют собой «рукотворную» инфляцию – результат действий правительств и центральных банков.

Вместе с тем, следует учитывать, что данные механизмы инфляции в полной мере могут проявить себя лишь в долгосрочном периоде. Это связано с тем, что, во-первых, их реализация может наталкиваться на противодействие ряда факторов, носящих кратко и среднесрочный характер, во-вторых, на реализацию этих механизмов оказывают влияние специфические особенности того или иного исторического периода.

Инвестиционный механизм инфляции зависит от общеэкономической конъюнктуры, поэтому в условиях экономического спада сложно предполагать постоянное возобновление финансирования долгосрочных проектов.

Повышение цен вследствие внутриотраслевой неравномерности научно-технического прогресса может сопровождаться удешевлением устаревающей продукции, на которую вследствие этого сохраняется спрос, что тормозит рост общего уровня цен.

Повышение издержек и цен вследствие межотраслевой неравномерности научно-технического прогресса может сдерживаться разной «силой» профсоюзов и ограниченностью спроса на продукцию отраслей, в которых заработная плата должна расти в соответствии с «принципом паритета».

Инфляция, как следствие действия природных факторов, может сдерживаться вследствие технического прогресса, связанного с внедрением новых материалосберегающих и энергосберегающих технологий.

Инфляция, как следствие действия демографических факторов, во многих странах находится под влиянием демографического цикла, порожденного второй мировой войной.

Наконец, кратко и среднесрочные факторы, включая проводимую экономическую политику, действие которых будет рассмотрено ниже, в каждый данный

момент оказывают более сильное влияние на инфляцию, нежели долгосрочные механизмы. Однако действие последних нельзя игнорировать при определении оптимального уровня инфляции и формировании антиинфляционной политики на средне и долгосрочную перспективу.

Анализ экономических механизмов инфляции и теорий, объясняющих их, будет неполным без учета особенностей проявления этих механизмов в различных социально-экономических условиях: в индустриально развитых странах, в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, проходящих через период радикальных экономических реформ.

В первом приближении представляется, что основа различия инфляции в этих группах стран заложена в четвертом блоке факторов, влияющих на инфляцию, – блоке институциональных факторов, поскольку именно эти факторы и отличаются, прежде всего, различные типы экономик. Однако, на наш взгляд, этим проблема ограничиться не может, поскольку различия заключаются не только в институциональных факторах, вообще, но и в их конкретном наборе, а также в конкретных наборах факторов, определяющих шоки спроса и предложения и инерцию инфляции. Очевидно, различия существуют и в соотношении «силы» влияния той или иной группы факторов на инфляцию.

Строго говоря, экономические механизмы инфляции в условиях развитой рыночной экономики рассматриваются, как правило, в качестве истинных механизмов инфляции при том, что все иные экономические условия, не являющиеся рыночными, представляются в виде некоторых отклонений от «правильной» модели развития.

Вместе с тем, как это ни парадоксально прозвучит, в условиях наиболее «чистого» рыночного механизма – капитализма эпохи свободной конкуренции – инфляция была явлением, сопутствующим тем или иным нарушениям нормального хода экономического развития. Как правило, к таким явлениям относятся войны. Правительства государств, участвующих в войне, с целью финансирования военных расходов начинало выпускать ничем не обеспеченные, что приводило к существенному, подчас скачкообразному, повышению цен. С окончанием войн

происходило восстановление нормального денежного обращения, включающего размен бумажных денег на золото, и рост цен останавливался. Причиной такого положения вещей, очевидно, был сам механизм свободной конкуренции, стимулирующий повышение производительности труда, снижение издержек и цен. В качестве «мирных» аналогов военным расходам, которые также создают условия для повышения цен, можно назвать крупные инвестиционные проекты, финансируемые правительствами. Классический пример здесь – строительство железных дорог.

Таким образом, «чистая» рыночная экономика по сути своей является «малоинфляционной», и усиление инфляционных тенденций во многом связано с тем, что в XX веке рыночный механизм свободной конкуренции уступил место олигополистическому и монополистическому рыночному механизму. Это связано, с одной стороны, с иным поведением субъектов рынка, получивших рыночную власть, и имеющих возможность, вследствие этой власти, достигать конкурентных преимуществ, не прибегая к росту производительности труда и снижению издержек, а с другой стороны – с более активным вторжением государства в экономические процессы, что также подрывает основы механизма свободной конкуренции.

В XX веке имели место и случаи, связанные с избыточной эмиссией для финансирования непомерных государственных расходов, однако реальное инфляционное давление со стороны денежного обращения определяется несколькими факторами.

Во-первых, это механизм функционирования современной кредитно-денежной системы, в которой золото вытеснено денежного обращения и заменено неразменными бумажными деньгами. Такое положение создает своеобразную одностороннюю эластичность денежного обращения, связанную с тем, что, с одной стороны, существенно ослабляются ограничения роста предложения денег, в том числе за счет повышения скорости обращения. С другой стороны, сокращение предложения денег в условиях, например, снижения объема производства, происходит гораздо слабее, нежели это было в эпоху золотого стандарта.

Во-вторых, таким фактором остается высокий уровень государственных расходов, что зачастую приводит к дефициту государственного бюджета и к необходимости поиска источников его покрытия.

Разумеется, в условиях отсутствия такого «ограничителя» роста денежной массы, каким был золотой стандарт, государство разработало и использует специальный механизм регулирования кредитно-денежной системы, препятствующий избыточной эмиссии. В связи с этим финансирование дефицита государственного бюджета происходит, как правило, не за счет денежной эмиссии, а за счет привлечения средств с денежного рынка и увеличения государственного долга. Однако потребность в финансировании дефицита государственного бюджета вызывает повышенный спрос на кредиты, что, в конечном счете, приводит к кредитной эмиссии, увеличению денежной массы и росту цен.

Одновременно признается, что современная кредитно-денежная система создает возможности для повышения цен за счет процессов, происходящих непосредственно в производстве и предложении товаров. В таком случае рост цен может предшествовать росту предложения денег (денежной массы), а увеличение предложения денег будет представлять собой реакцию кредитно-денежной системы на рост спроса на деньги. В этом случае считается, что рост денежной массы выступает «не активно действующей причиной процесса инфляции, а необходимым условием этого процесса» [42, с. 9].

Формирование «инфляции издержек» в условиях современной рыночной экономики связано с изменениями, происшедшими в самом производстве.

Как уже отмечалось, на смену свободной конкуренции пришла олигополия, при которой возникают не только возможности для взаимодействия формально конкурирующих фирм и согласования проводимой ими рыночной политики, но и мощные экономические стимулы для такого взаимодействия. Высокий уровень концентрации производства при олигополистической структуре той или иной отрасли делает неизбежной при формировании поведения некоторой фирмы необходимость учета поведения других фирм. Особое значение это имеет в области

ценовой политики¹⁴. К методам такого взаимодействия можно отнести «лидерство в ценах», когда при формировании и изменении цен ориентиром для всех компаний являются цены крупнейшей компании (компании-лидера), «выбор согласованных правил поведения» – одобрение и принятие компаниями единых процедур, определяющих, например, процесс ценообразования. Не исключается, разумеется, и прямой предварительный сговор, хотя это и преследуется законом.

Вместе с тем, с теоретической точки зрения тезис «чем более монополизирован рынок (экономика), тем выше темпы инфляции» не является абсолютно бесспорным¹⁵. Во-первых, нельзя смешивать понятия «более высокий уровень цен» и «более высокие темпы роста цен». В условиях рынка несовершенной конкуренции, при прочих равных условиях, цены выше, нежели в условиях рынка совершенной конкуренции. Однако утверждать, что будут выше и темпы роста цен можно лишь в случае постоянного роста уровня монополизации рынков.

Фирмы, обладающие рыночной властью, в подавляющем большинстве случаев являются крупными предприятиями, существенно превосходящими по своим размерам предприятия, которые могли бы существовать на данном рынке в условиях совершенной конкуренции. В связи с этим не следует исключать существование положительной отдачи от масштаба, что будет снижать разницу между ценами рынков совершенной и несовершенной конкуренции.

Вместе с тем фирмы, обладающие рыночной властью, менее склонны изменять цены, нежели фирмы, действующие в условиях совершенной конкуренции (в последнем случае цены значительно более гибкие). Это относится как к периодам роста экономической активности, там и к периодам ее спада. Фирмы, действующие на рынках несовершенной конкуренции, в условиях спада в большей степени готовы снизить объем производства и занятость. Следовательно, здесь можно говорить о более низком уровне дезинфляции (снижении темпов инфляции) или дефляции (абсолютном снижении цен).

Таким образом, возможности самих фирм, обладающих рыночной властью,

¹⁴ Этим проблемам посвящено большое количество работ, начиная от классических [109; 133] и заканчивая современными [414].

¹⁵ Это подтверждают и исследования последних лет [280].

обеспечивать более быстрый рост цен на свою продукцию и, самое главное, их заинтересованность в этом не выглядят очень убедительно.

Однако возможно говорить о существовании положительной связи между несовершенной конкуренцией и инфляцией, в основе которой лежат основания не столько микроэкономические, сколько политико-экономические.

В соответствии с этим подходом (см. [372]), следствием монополии на товарном рынке и рынке труда становится разрыв (клин) между уровнем занятости в условиях монопольных рынков и уровнем занятости, который соответствовал бы условиям конкурентных рынков. В такой ситуации у центрального банка может возникнуть стремление использовать механизм «непредвиденной» инфляции для повышения занятости выше уровня, определенного монопольным рынком. По мере снижения уровня монополизации величина разрыва будет снижаться и, следовательно, будет уменьшаться и величина выигрыша в уровне занятости, который может быть достигнут за счет стимулирования инфляции.

Аналогичное влияние на возможности денежной политики воздействовать на реальную экономику оказывает и, уже упоминавшаяся, большая гибкость цен в условиях конкурентного рынка – они существенно снижаются. В обоих случаях снижаются инфляционные ожидания вследствие роста доверия к антиинфляционной политике центрального банка.

Возвращаясь к проблеме «инфляции издержек», следует отметить, что сама процедура формирования цены, объясняющая «инфляцию издержек», основана на выделении трех компонентов издержек, объем и динамика которых может служить объяснением давления издержек на величину цены: заработная плата, прибыль и цены на импортные предметы труда. При этом для современного производства соотношение объемов этих величин может быть представлено как 75:14:11 [42, с. 142].

Исходя из данного соотношения, нетрудно сделать вывод, что основное давление на цены со стороны издержек связано с движением заработной платы. При этом большое значение имеет соотношение темпов роста заработной платы и производительности труда, что находит свое отражение в изменении величины

заработной платы, приходящейся на единицу продукции. При стабильном темпе роста производительности труда темп прироста заработной платы на единицу продукции не превышает темпа прироста оптовых цен, однако в случае замедления повышения производительности труда давление заработной платы на уровень цен усилится, и может возникнуть реальная угроза инфляции издержек. При этом основную опасность представляет не некоторое разовое повышение цен, а возникновение устойчивого механизма инфляционной спирали «зарплата-цены». Суть этого механизма близка описанному выше механизму «трех П». Рост цен на потребительские товары снижает реальную заработную плату и стимулирует экономическую борьбу наемных работников за повышение заработной платы. В свою очередь рост зарплаты увеличивает издержки производства и заставляет предпринимателей с целью сохранения уровня рентабельности повышать цены. Это вызывает новый виток борьбы за повышение заработной платы, и процесс становится самоподдерживающимся.

Уже в этом механизме инфляционной спирали можно заметить и значение второго фактора инфляции издержек – прибыли. Стремление компаний обеспечить некоторый запланированный заранее уровень рентабельности приводит к ценообразованию по методу «ценовой надбавки», в соответствии с которым цена определяется путем процентной накидки части прибыли приходящейся на единицу продукции к издержкам производства данной единицы продукции.

Наконец, при относительной незначительности доли, существенное влияние на механизм инфляции издержек может оказывать и рост цен на импортные предметы труда. В современных условиях наиболее важным элементом этого является повышение цен на углеводородное сырье, как на вид сырья, пользующийся наиболее высоким и устойчивым спросом на мировом рынке со стороны значительной части государств.

Частным случаем и одновременно стимулом «инфляции издержек» является «администрируемая инфляция», которая проявляется в повышении цен, прежде всего, в связи с решениями тех или иных государственных органов: рост тарифов на железнодорожные перевозки, почтовые услуги и услуги связи, ставок тамо-

женных пошлин. Значение «администрируемой инфляции», формально, тем выше, чем больше доля цен, регулируемых государством.

Инфляция спроса порождается теми или иными нарушениями в кредитно-денежной системе. Как уже неоднократно отмечалось выше, без денег, без поступления в оборот дополнительного количества платежных средств либо в результате эмиссии, либо за счет превращения менее ликвидных активов (сбережений) в более ликвидные, инфляция, в условиях рыночной экономики, не могла бы ни возникнуть в сколько-нибудь больших масштабах, ни превратиться в некоторый самоподдерживающийся процесс. В этом смысле деньги (увеличение их предложения) являются необходимым условием инфляции. В случае же инфляции спроса деньги (рост предложения денег) выступают непосредственной и первоочередной причиной инфляции.

Денежный сектор экономики, включающий в себя многообразные денежные и кредитные институты, является важнейшим элементом общего экономического механизма. Одной из важнейших его функций является своевременное обеспечение экономики необходимым запасом платежных средств, т.е. удовлетворение спроса на деньги, от чего зависит и совокупный спрос. При недостаточном предложении денег (с учетом потребностей экономических субъектов в ликвидных резервах) произойдет сокращение спроса с последующим снижением объема выпуска и сокращением занятости. При противоположной ситуации, когда предложение денег превышает спрос на них (сумму, необходимую для совершения сделок и образования денежных резервов), спрос на произведенный продукт резко возрастет, что порождает давление на уровень цен в сторону его повышения.

Типичная трактовка инфляции спроса может быть представлена следующим образом: до тех пор, пока существуют неиспользованные факторы производства увеличение совокупного спроса вызывает увеличение дохода и занятости, при достижении полной занятости, что означает исчерпание возможностей производства в некоторый данный момент, дальнейшее увеличение спроса приводит к изменению общего уровня цен и развитию инфляции. Первоначальной сферой повышения цен выступают конечные продукты, и лишь затем рост цен распро-

страняется на факторы производства. При этом рост цен на них отстает от роста цен на конечные продукты. Ряд авторов считает, что вообще такая ситуация порождает не инфляцию, а лишь ее угрозу, поскольку возможности повышения цен наталкиваются на ограничения, связанные с фактическим объемом денежной массы [4, с. 45]. При такой трактовке ответственность за допущение или недопущение инфляции ложится на институты, регулирующие объем денежной массы, т.е. на государство в лице центрального банка и, в некоторых случаях, правительства. Если денежная масса увеличивается, то это приводит к росту цен и увеличению объема производства в краткосрочном периоде и к инфляционной спирали – в долгосрочном. При сдерживании роста денежной массы через некоторый промежуток времени происходит дезинфляция и, как следствие, сокращение спроса и восстановление равновесия [4, с. 46]. При всей «элегантности» подобного рода теоретических построений они не в полной мере объясняют механизм инфляции спроса.

Во-первых, не вполне ясно, каким образом возросший спрос может проявить себя при отсутствии соответствующего объема денежных средств. Очевидно, что самым простым объяснением, но и наименее практически вероятным, является какой-либо весьма специфический «шок предложения», когда в силу тех или иных катаклизмов (природных, военных или иных) происходит резкое сокращение предложения, и сложившийся спрос с денежной массой, соответствующей потребностям хозяйства при данном уровне спроса сталкивается со значительно уменьшившимся предложением. Другим возможным объяснением такой ситуации может стать изменение структуры спроса при сохранении неизменного объема совокупного спроса. Однако такое изменение может вынудить правительство увеличить денежную массу только при наличии тех или иных технологических или институциональных факторов, которые определяют несовершенство рынка и не позволяют преобразовать изменение межотраслевой структуры спроса в изменение относительных цен. Как правило, это объясняется жесткостью к понижению цен и заработной платы. Если в такой ситуации полностью отказаться

от увеличения денежной массы, то последствием неизбежно станет спад производства при сохраняющемся уровне цен в отраслях падающего спроса.

Иначе говоря, как нам представляется, увеличение спроса в подавляющем большинстве случаев обусловлено предварительным увеличением денежной массы. Либо происходит изменение структуры денежной массы в сторону увеличения доли наиболее ликвидных агрегатов ($M0$ или $M1$), что равнозначно увеличению скорости обращения денег.

Необходимым условием для возникновения инфляции спроса является возникновение дисбаланса между объемом денежной массы и противостоящей ей массе товаров и услуг. Если исключить случаи каких-либо катаклизмов, то исходным пунктом возникновения инфляции спроса является опережающее возрастание денежной массы по сравнению с массой товаров и услуг.

Сам механизм возрастания денежной массы может быть сведен к следующему. Главным источником увеличения количества денег в обращении (суммы наличности и депозитов) является увеличение кредита.

Основным источником увеличения общего объема кредитования являются кредиты Центрального банка.

Увеличение активов Центрального банка означает и возрастание его пассивов – «производство денег». При этом воздействие увеличения активов Центрального банка на денежную массу (наличные деньги плюс банковские депозиты) проходит два этапа. Первоначально кредиты Центрального банка воздействуют на денежную базу (наличные средства плюс резервы коммерческих банков на счетах Центрального банка).

Вторым этапом взаимодействия кредитов Центрального банка и денежной массы является влияние денежной базы на деньги в обращении - денежную массу.

Вместе с тем остается вопрос, что является основным стимулом для увеличения кредитов Центрального банка. В самом общем плане таким стимулом, естественно, является рост спроса на деньги, но наиболее важным фактором растущего спроса на деньги, как правило, выступает дефицит государственного бюджета. Этот дефицит может покрываться за счет государственных займов и

эмиссии денег. Как уже отмечалось выше, эмиссия в чистом виде как источник покрытия государственных расходов была свойственна лишь периодам социальных потрясений (войн и т.п.), поэтому для современной рыночной экономики единственным способом покрытия дефицита государственного бюджета остаются государственные займы.

Существуют четыре источника кредитования дефицита государственного бюджета: кредиты Центрального банка, кредиты коммерческих банков, кредиты частного сектора, иностранные кредиты.

Строго говоря, дефицит государственного бюджета вообще и, следовательно, любой источник его покрытия имеет инфляционные последствия, хотя степень и сроки влияния их на инфляцию существенно различаются. Непосредственно инфляционный характер имеет покрытие дефицита государственного бюджета за счет кредитов Центрального банка, поскольку в этом случае происходит создание новых платежных средств. Остальные источники «расположены» в порядке убывания инфляционной опасности. С формальной точки зрения, нет разницы в том, приобретают ли экономические субъекты частного сектора (домашние хозяйства и фирмы) государственные ценные бумаги непосредственно (через брокерские конторы), или их денежные средства предварительно аккумулируются на банковских счетах, и банки приобретают государственные ценные бумаги от своего имени. В обоих случаях, с учетом того, что деньги идут на покрытие текущих расходов государства, происходит изменение структуры денежной массы с увеличением доли наиболее ликвидной её части, оказывающей более сильное давление на уровень цен. Однако положение частных коммерческих банков отличается от положения других экономических субъектов частного сектора, поскольку они находятся под жестким контролем и патронажем Центрального банка, являющегося для банковского сектора, как и для государственного бюджета, «кредитором последней инстанции», который обязан поддерживать ликвидность банковской системы, в том числе и путем приобретения у них государственных ценных бумаг, либо предоставляя им ломбардные кредиты под залог государственных ценных бумаг. В обоих случаях возможности частного банковского сектора оказать

влияние на инфляционные процессы несколько выше, чем иных экономических субъектов.

Наконец, наименее инфляционным источником покрытия дефицита государственного бюджета являются иностранные займы. Во-первых, они могут предоставляться под закупку товаров и услуг, и таким образом будет происходить рост предложения товаров при неизменном предложении денег, во-вторых, при продаже иностранной валюты за национальную валюту для финансирования расходов бюджета происходит выкуп наличных денег у экономических субъектов, что не оказывает существенного влияния на величину денежной массы. Инфляционная опасность использования иностранных займов для финансирования дефицита государственного бюджета связана с необходимостью обеспечения активного торгового баланса для расчетов по долгам, что предполагает сокращение внутреннего предложения товаров при относительно стабильном спросе и может, при значительной внешней задолженности, привести к существенному дисбалансу спроса и предложения.

Рассматривая механизмы инфляции в развивающихся странах можно основываться на тех же подходах, что и при анализе механизмов инфляции в индустриально развитых странах. Вместе с тем в реализации этих механизмов в развивающихся странах существуют значительные количественные и качественные различия по сравнению со странами с развитой рыночной экономикой.

Применительно, например, к инфляции спроса это проявляется, прежде всего, в широком использовании для покрытия бюджетного дефицита эмиссии денег (кредитов Центрального банка), что приводит к существенно более высоким темпам инфляции.

Важным фактором инфляции спроса в развивающихся странах является внешняя задолженность. Необходимость значительных затрат по обслуживанию внешнего долга приводит к появлению своеобразной инфляционной долговой спирали: обострение проблемы задолженности (ухудшение торгового баланса) – рост бюджетного дефицита – денежная эмиссия для покрытия дефицита – рост цен – обесценение национальной валюты и бегство от нее (сбережения экономи-

ческих субъектов все в большей степени хранятся в иностранной валюте) – увеличение в структуре денежной массы (в национальной валюте) наиболее ликвидных компонентов – дальнейший рост цен – отток капиталов из страны и дальнейший рост задолженности.

Инфляция издержек в развивающихся странах, как и в странах с развитой рыночной экономикой, обусловлена отсутствием механизмов свободной конкуренции. Отличие состоит в том, что в странах с развитой рыночной экономикой несовершенная конкуренция «выросла» из совершенной, а в развивающихся странах, скорее, с тем, что рыночная система не смогла дорасти до стадии свободной конкуренции. Во всяком случае, степень зрелости товарно-денежных отношений в различных секторах и сферах экономики существенно различается. Дезинтегрированность внутреннего рынка приводит к формированию локальных монопольных рынков (рынков продавца), что может усиливать инфляцию. Усугубляется положение и существенными структурными диспропорциями, как отраслевыми, так и социальными.

Такая специфика экономики развивающихся стран породила и специфический подход к объяснению инфляции в развивающихся странах – теорию структурной инфляции¹⁶, в соответствии с которой инфляция порождена диспропорциями между отраслями и секторами хозяйства, низкой эластичностью предложения по отношению к спросу, жесткостью цен к понижению, низкой мобильностью факторов производства¹⁷. В соответствии с таким подходом неравномерное экономическое развитие различных секторов экономики приводит к перемещению спроса и образованию своеобразных узких мест в экономике, а стремление к со-

¹⁶ Это – уже упоминавшееся в предыдущем параграфе первое поколение структуралистских моделей инфляции.

¹⁷ Многие сторонники данного подхода, особенно исследователи, представляющие развивающиеся страны, исходят из того, что причиной специфичности экономического механизма инфляции в развивающихся странах является тот факт, что экономическая система, сложившаяся в развивающихся странах принципиально отличается как от рыночной, так и от административно-командной модели экономики (см., например, [95]). Разумеется, существуют и противоположные точки зрения, прямо указывающие, что, по крайней мере в XX веке, никакой третьей системы, кроме капитализма и социализма не было [47, с. 3].

хранению твердых низких цен в подобных сферах может привести к инфляционному взрыву.

Действие упоминавшихся выше внешнеэкономических факторов также может становиться причиной образования диспропорций в экономике.

Характерным примером формирования структурных диспропорций, генерирующих инфляцию, может стать быстрая индустриализация, приводящая к переливу ресурсов из сельского хозяйства в промышленность и к превышению спроса на продукцию сельского хозяйства над ее предложением. Малоэффективное, как правило, сельское хозяйство развивающихся стран не в состоянии обеспечить соответствующий прирост производства. Если же ситуация сопровождается ухудшением внешнеэкономической ситуации (ухудшением условий торговли) и снижением доходов от экспорта, то растущий спрос на продукцию сельского хозяйства, особенно продовольствие, не может быть покрыт за счет импортных закупок. Результатом становится резкий рост цен на продукты питания. При этом соответствующего снижения цен на промышленные товары не происходит, поскольку, как правило, осуществляется индексация заработной платы, что, в свою очередь, усиливает инфляцию.

2.3. Экономические механизмы инфляции в странах с переходной экономикой

В рамках нашей работы особый интерес и важность представляют экономические механизмы инфляции в странах с переходной экономикой.

Рассматривая инфляцию в странах с переходной экономикой, следует иметь в виду, что в бывших социалистических странах в условиях командно-административной экономики существовал определенный инфляционный потенциал – механизм «инфляционной накачки», прежде всего в виде «подавленной инфляции», связанной с дефицитностью материальных благ¹⁸, причем, если для средств производства проблема решалась посредством рacionamento распределения (через фондирование и другие формы), то для потребительских благ

¹⁸ Блестящий анализ этого механизма был дан Я. Корнаи [46]; см. также [263].

рост цен пробивал себе дорогу через черный рынок и, наконец, через открытое административное повышение цен¹⁹.

Этот инфляционный потенциал, уходящий своими корнями в командную экономику, проявлялся двояко:

во-первых, через особенности сложившейся экономики, характеризующейся, в целом, низкой степенью эффективности и высокой степенью монополизма, которые объективно создают условия для роста цен в случае начала реформ, направленных на формирование рыночной среды;

во-вторых, в виде инфляционного навеса, складывающегося вследствие превышения спроса над предложением в условиях административного ограничения роста цен сверху, в большей степени это проявлялось на потребительском рынке.

Последний фактор проявился в различных странах по-разному в зависимости от остроты дефицита, но в любом случае его действие носило краткосрочный характер, тем более что снятие ограничений сверху для установления цен, как правило, предварялось неоднократным повышением цен административным путем.

Либерализация цен, по своей сути, стала позволением повышения цен и, прежде всего, привела к снятию накопленного инфляционного навеса (там, где он еще сохранялся), т.е. переводу подавленной инфляции в открытую. Величина первоначального ценового скачка зависела от нескольких факторов, начиная от «сферы освобождения» цен, т.е. в конечном счете, от того насколько свободно было ценообразование к моменту начала радикальных реформ, и кончая степенью монополизма и структурной тяжести экономики, не говоря уже о социально-психологических особенностях поведения населения той или иной страны.

Не подлежит сомнению, что все четыре основные группы факторов инфляции²⁰ в различной степени присутствуют в странах с переходной экономикой, и

¹⁹ Подробно особенности инфляции в условиях социализма исследованы автором (см. [136]); из работ советских экономистов см.: [5; 12; 20; 23; 51; 57; 97; 127; 138]; из работ зарубежных экономистов бывших социалистических стран можно выделить [139; 260; 293].

²⁰ Шоки спроса и предложения, инерция и влияние институтов.

любая конкретная классификация факторов или даже отдельные факторы, предлагаемые тем или иным исследователем, как предполагается, должны быть отнесены к той или иной группе.

Некоторые авторы, оценивая изучение проблем инфляции, например, в России, отмечали, что «усилия отечественных и западных экономистов ... направлены не столько на создание теоретической концепции инфляции в переходный период, сколько на статистическое подтверждение действительности в нашей стране западных теорий, а также на выявление специфики проявления в России традиционных для рыночной экономики факторов, воздействующих на общий уровень цен» [106, с. 9]. Представляется, что такой подход вполне обоснован с точки зрения логики научного исследования: любое новое явление сначала стараются объяснить с помощью уже существующих концепций, и лишь в том случае, если это не удастся, становится необходимой разработка новой концепции. Это не исключает, а предполагает выявление и анализ не только специфических форм проявления, но и специфических факторов инфляции, присущих исключительно переходной экономике.

Была также предпринята попытка сформулировать специальную теорию трансформационной инфляции [24, с. 18], правда, в конечном счете, она свелась к обоснованию неадекватности монетаристской версии инфляции для условий трансформационной экономики. При этом акцент был сделан на возникновение новых немонетарных факторов инфляции, связанных «исключительно со структурным наследием административно-командных хозяйств» [24, с. 18]. Это «наследие» проявляется в особенностях поведения экономических субъектов как на рынках товаров, так и на рынке труда. Справедливости ради следует отметить, что «специфические трансформационные» факторы инфляции во многом вписываются в содержание структуралистских концепций инфляции, рассмотренных в первом разделе данной главы. И критика подобного подхода (см. [40]) также носила традиционно монетаристский характер: действие подобных факторов приводит к инфляции, если оно «санкционировано» действиями денежных властей – увеличением предложения денег. Таким образом, все свелось к старой дискуссии

между монетаристами и структуралистами. Справедливость же той или иной позиции в данной экономической ситуации может быть подтверждена или опровергнута лишь конкретным анализом, который будет проведен ниже.

Вместе с тем одним из наиболее интересных и важных тезисов для последующего анализа является предположение, что «темпы трансформационной инфляции при прочих равных условиях должны быть выше темпов инфляции, свойственной устоявшимся рыночным экономикам, даже если в первых проводится более жесткая денежно-кредитная и бюджетная политика, чем во вторых» [24, с. 19].

Следует отметить, что зарубежные исследователи, называя, в целом, сходные факторы инфляции не стремятся свести их к какой-либо специфической концепции инфляции. Эти факторы включают в себя и рост денежной массы, вызываемый ростом финансовых обязательств в условиях запаздывания структурных реформ, и опережающий рост заработной платы по сравнению с ростом производительности труда, и инерцию инфляции, во многом порождаемую ожиданиями явной или скрытой индексации, и чрезмерное обесценение национальной валюты, и корректировка соотношений цен в условиях жесткости цен к понижению и др. [146, р. 86]. Причем подобного мнения придерживаются не только западные специалисты [152, р. 92; 185, р. 8-10], но и исследователи стран с переходной экономикой [143].

Некоторым особняком стоят исследования инфляции в России. В конечном счете, многочисленные публикации о природе и причинах инфляции в России базируются на двух принципиальных подходах к тому, что является основным в российской инфляции - инфляция спроса или инфляция издержек. Вместе с тем существует и довольно обширная литература, предлагающая объяснения российской инфляции на основе действия специфических российских факторов инфляции.

В целом мало кто из исследователей полностью исключает монетарную природу российской инфляции дискуссии идут в большей степени о конкретных механизмах, порождающих рост предложения денег, влияния на этот процесс ин-

фляционных ожиданий, о величинах и изменчивости лагов между приростом денежной массы и увеличением темпов инфляции.

К монетарным факторам инфляции, как правило, относят и инфляционные ожидания, хотя далеко не все исследователи считают необходимым их учитывать [106, с. 12].

При рассмотрении немонетарных факторов российской инфляции (инфляции издержек) в первую очередь выделяют монополизм. Считается, что высокая концентрация производства, доставшаяся от социалистической экономики, способствует монополизму, кроме того, несовершенство антимонопольного регулирования создает благоприятную почву для формирования монополии на основе сговора между предприятиями (см. [104, с. 31; 105, с. 55-56]).

Контраргументы для данной позиции можно свести к следующему: в условиях открытости экономики России многие национальные монополисты потеряли былое значение на российском рынке и стремятся добиться от правительства принятия протекционистских мер, поскольку собственными силами не в состоянии не только добиться монопольного диктата, но и обеспечить нормальные условия для своей деятельности. Даже в тех отраслях, которые в меньшей степени испытывают давление иностранных конкурентов, отсутствует явная зависимость темпов роста цен на производимую продукцию и уровня концентрации производства.

Разумеется, естественные монополии не сталкиваются с иностранной конкуренцией, и рост цен на их продукцию регулируется государством. В связи с этим интересно, что регулируемые государством цены в электроэнергетике росли существенно быстрее, нежели цены в промышленности в целом.

В качестве другого важнейшего фактора российской инфляции издержек называют специфическую структуру экономики в сочетании с технологической отсталостью.

В качестве контраргумента в этом случае можно привести следующий: экономика каждой страны уникальна по своей структуре, и если исходить из подобного рода логики, то невозможно вообще выделение каких-либо общих экономических закономерностей, поскольку всегда неотразимым аргументом будет

утверждение о несопоставимости объектов исследования.

Наконец, факторы, которые считались специфическими для российской инфляции. Их перечень был весьма обширен, включая такие как высокий уровень милитаризации экономики, суровые климатические условия на значительной территории России [74] распад хозяйственных связей, вызванный развалом СССР, зависимость от импорта, чрезмерная численность государственного аппарата [99, с. 29] и т.д.

Представляется, что многие факторы такого рода могли оказывать влияние на экономическое развитие России, в том числе на инфляционные процессы, то лишь в первые годы радикальных реформ.

Полноценная статистическая проверка специфичности именно для российской экономики даже тех факторов, которые продолжили действовать после первых лет радикальной трансформации, зачастую довольно затруднительна, а в некоторых случаях вообще вряд ли возможна, однако можно использовать своеобразный «сравнительный анализ» динамики инфляции в различных государствах - республиках бывшего СССР. Логика такого анализа достаточно проста и базируется на выявлении таких свойств российской экономики, которые могут быть специфическими факторами российской инфляции и сравнение темпов инфляции в России и других республиках бывшего СССР с учетом наличия в экономике этих стран черт аналогичных чертам российской экономики.

Исходная информация для такого анализа приведена в Приложении II. Оценивая влияние, например, милитаризации как фактора инфляции, в начальный период радикальных реформ, нетрудно убедиться, что она вряд ли может объяснить разрыв в темпах инфляции между Россией и странами Балтии. Возможно, милитаризация российской экономики и была несколько выше, но не в 6-7 раз, как различались темпы инфляции.

Еще в меньшей степени выдерживает критику применительно к России тезис о слабости экспортного сектора и сильной импортной зависимости. России в течение всего периода радикальных реформ она имела устойчивое положительное сальдо внешнеторгового баланса, что должно было бы приводить к притоку ино-

странной валюты, укреплению национальной денежной единицы и снижению темпов инфляции. Тем не менее, те же страны Балтии с зачастую отрицательным внешнеторговым сальдо имели значительно более низкие темпы инфляции.

Распад хозяйственных связей в результате развала СССР как фактор российской инфляции (см. [18, с. 31]), очевидно, должен основываться на гипотезе, что темпы инфляции пропорциональны интенсивности хозяйственных связей между республиками в составе бывшего СССР. Если данная гипотеза справедлива, то самые низкие темпы инфляции должны были быть в России, а самые высокие – в государствах Балтии, которые, в силу своих размеров и неизбежной специализации, в наибольшей степени были зависимы от поставок из других государств. Фактически все оказалось почти наоборот: хотя в России и не самые высокие темпы инфляции, но в странах Балтии они - самые низкие среди всех государств - бывших республик СССР.

Влияние неплатежей и задержек выплаты зарплаты оцениваются исследователями неоднозначно. Некоторые считают, что происходит замещение неплатежами официальных денежных средств, что увеличивает совокупную денежную массу, т.е. ускоряет инфляцию [13, с. 52]. Другие исходят из того, что неплатежи предприятий и государства и вызванная этим невыплата заработной платы, несомненно, являются фактором, сдерживающим инфляционные процессы (инфляцию спроса) [40, с.9].

Интересна трактовка роли неплатежей в целом в инфляционном процессе, основанная на предположении, что «неплатежи отражают подразумеваемое обязательство правительства поддерживать промышленность» [37, с. 28]; без веры в государство рост неплатежей привел бы к росту банкротств, но, веря в правительство и кредиты Центрального банка (или во взаимозачет платежей), поставщики продолжают отгружать товары предприятиям, уже имеющим значительные задолженности. Таким образом, в конечном счете, неплатежи основываются на ожиданиях роста денежной массы.

В целом неплатежи в первые годы радикальных реформ были явлением, присущим многим странам. Однако в серьезную и хроническую проблему они

превращались там, где государство не решалось по тем или иным причинам принимать эффективное законодательство в сфере банкротства и последовательно проводить его в жизнь.

Вместе с тем следует более подробно рассмотреть некоторые аспекты инфляции в странах с трансформируемой экономикой, которые связаны с механизмами, относимыми к инфляции издержек.

Как уже отмечалось, инфляция издержек связана с ростом всех компонентов производственных затрат, к которым можно отнести материальные ресурсы, заработную плату и затраты на обслуживание долгов и покупку денежных ресурсов.

В такой ситуации возможны следующие "способы" окупаемости растущих затрат:

- в условиях спада производства растущие затраты могут покрываться за счет возможности повышения цен;
- растущие издержки могут покрываться не только непосредственно за счет повышения цен, а за счет привлечения кредитов, в том числе и централизованных; однако процесс увеличения объема кредитов, как правило, приводит к дальнейшему росту издержек, поскольку, помимо необходимости возврата самого кредита, необходимо выплачивать и проценты по нему, что, в свою очередь, создает спрос на дополнительные кредиты, чтобы расплатиться со старыми долгами.

Здесь возможны два варианта. Во-первых, реагируя на рост потребности в кредитах, денежная масса может расширяться даже в условиях роста убыточности производства. Разумеется, такая ситуация не может длиться бесконечно, её итогом становится либо финансовая катастрофа, либо осуществление эффективных мер по борьбе с ростом издержек.

Во-вторых, в условиях неразвитости финансовой системы, что особенно характерно для первых лет радикального реформирования экономики, когда существуют относительно ограниченные возможности для создания денег, своеобразной формой взаимного кредитования становится взаимная задолженность предприятий по оплате поставок продукции и услуг. Несомненно, и эта возможность не может использоваться бесконечно долго и должна, в конечном счете, свестись

либо к увеличению денежной массы для обеспечения оплаты долгов (например, через взаимозачеты), либо к остановке и банкротству отдельных наименее рентабельных предприятий. В последнем случае сокращение объема производства создаст возможность нового повышения цен для выживших предприятий.

Наконец, существует еще одна возможность для покрытия растущих затрат – увеличение экспорта, что особенно эффективно в случае, когда мировые цены выше внутренних. Однако и здесь существуют явное ограничение – общий объем производства.

С точки зрения конкретных механизмов удорожания затрат наиболее понятным является так называемая «импортируемая инфляция», т.е. повышение мировых цен на ввозимые сырье, энергоносители и промежуточную продукцию либо отмена (или снижение льгот), предоставляемых импортеру экспортёром, если доля импортируемых товаров в общем балансе потребления относительно велика.

Существенное влияние на темпы инфляции в странах с трансформируемой экономикой изменение мировых цен могло бы оказать лишь в том случае, когда постоянно происходили бы существенные повышения (скачки) мировых цен, что, к счастью, происходит крайне редко. Более типичным являлось «ползучее» повышение цен, которое затем могло смениться таким же их снижением.

Скачкообразное повышение цен на сырье и промежуточную продукцию в большей степени было типично для процесса перехода во внешнеторговых расчетах от льготированных цен к мировым. Количество «скачков» и их величина зависят от условий перехода. Скачок мог быть единовременным и значительным либо многократным и сравнительно небольшим по величине в случае, когда переход осуществлялось поэтапно.

Для переходных экономик переход к мировым ценам во внешней торговле обычно происходил скачкообразно. Это должно вызывало единовременный рост цен, но не могло стать причиной постоянной высокой инфляции. Более того темпы инфляции в странах, которые должны были в наибольшей степени пострадать от перехода к мировым ценам (страны Балтии) оказались ниже, чем,

например, в Украине или в Беларуси которые продолжают пользоваться определенными льготами при поставках энергоносителей из России.

Наиболее устойчивые механизмы, которые могут быть отнесены к инфляции издержек, связаны с «несовершенством» рынка, что определяется не просто неразвитостью тех или иных институтов, присущих развитой рыночной экономике, но прежде всего степенью отличия фактически существующих рыночных отношений от экономической модели рынка «совершенной конкуренции».

Здесь можно выделить два основных параметра, определяющих это отличие, во-первых, монополизированность некоторых рынков, прежде всего естественными монополистами; во-вторых, жесткость рынка труда.

Специфичным для России и других бывших республик СССР являлось отсутствие сколько-нибудь развитого частного сектора; приватизация стала активно проводиться уже после либерализации цен.

Первоначальный мощный всплеск цен, ознаменовавший переход подавленной инфляции в открытую, привел к превышению предложения над спросом. Сложился некоторый уровень цен, фактически признанный предприятиями и населением, поскольку при новых ценах было совершено какое-то количество сделок, установились и соответствующие новому уровню цен уровни заработной платы, рентабельности и т.д.

Сокращение спроса продемонстрировало известное свойство рынка несовершенной конкуренции - относительно слабую гибкость цен (и особенно заработной платы) к понижению. Формой проявления этого свойства стало давление на государство со стороны предприятий с целью обеспечить поддержание того объема спроса, который соответствует сложившемуся уровню цен. Государствам, в той или иной степени, приходилось идти на выдачу государственных кредитов, проведению взаимозачетов и т.д., т.е., в конечном счете, на увеличение предложения денег.

Жесткость рынка труда связана, прежде всего, с жесткостью заработной платы к понижению (по крайней мере, в основных отраслях производства).

В соответствии с этим «принципом жесткости» независимо от ситуации на

рынке номинальная заработная плата не может быть снижена. Снижение уровня занятости, неизбежное в такой ситуации в развитой рыночной экономике и реально происходившее в странах Центральной и Восточной Европы, в России и многих других странах СНГ происходило крайне медленными темпами и в скрытых формах (сокращенная рабочая неделя, административные отпуска). В конечном счете, это приводило к возникновению и росту задолженности по выплате заработной платы.

В России такая ситуация на рынке труда усугублялась и усугубляется до сих пор специфически российскими факторами жесткости рынка труда: невысокой мобильностью рабочей силы и наличием большого количества градообразующих предприятий.

Рост основных компонентов производственных затрат неизбежно определяет и рост затрат на обслуживание долгов, покупку денежных ресурсов, которые составляют значительную часть неэластичных по объему производства накладных расходов. Другую заметную часть этих расходов составляют налоговые отчисления, относимые на производственные затраты. Увеличение доли таких затрат в добавленной стоимости в промышленности означает усиление инфляционного перераспределения доходов промышленности в пользу банков и государства (бюджетной системы).

Особую проблему представляют собой инфляционные ожидания, в которых следует выделить два аспекта: во-первых, инфляционные ожидания производителей, закладывающих в сегодняшние цены будущий рост издержек; во-вторых, инфляционные ожидания государства, которое, смягчая кредитно-денежную политику и планируя централизованные кредиты, побуждает производителей приобретать более дорогие ресурсы в счет будущего поступления дополнительных денежных средств. Здесь имеет место не просто уступка Центрального банка, вынужденного, вследствие роста оптовых цен на товары производственного потребления, выделять дополнительные кредиты, а процессы иного рода. Считается, что цены начинают расти уже в ответ на обещания выдать кредиты, еще до того как они выданы. Таким образом, происходит их «материали-

зация» в росте цен еще до того, как они реально повлияют на расширение денежной массы. Нельзя упускать из виду и чисто технический аспект проблемы, связанный с обычными задержками в перечислении денег. Обещая новые кредиты, власти идут навстречу инфляционным ожиданиям (и планам) производителей.

Вместе с тем высказанные выше теоретические положения до их подтверждения (или опровержения) в результате количественного анализа могут рассматриваться лишь как гипотезы. Как уже отмечалось, даже с точки зрения теории многие из отмеченных факторов, влияющих на инфляцию, существовали лишь в самые первые годы радикальных реформ, но даже в то время было не очень ясно, насколько существенно их влияние на инфляцию.

Для подтверждения или опровержения тех или иных гипотез необходимо построить и оценить эконометрические модели, описывающие инфляционные процессы.

Формально исходную модель можно представить следующим образом:

$$\pi = f(E\pi, X_D, X_S, Inst), \quad (2.8)$$

где $E\pi$ – инфляционная тенденция как характеристика инерции инфляционных процессов, X_D – вектор факторов шоков спроса, X_S – вектор факторов шоков предложения, $Inst$ – вектор факторов, связанных с влиянием институтов.

На первом этапе при построении модели в качестве основной задачи ставится проверка гипотезы о влиянии на инфляцию изменения предложения денег. В качестве дополнительных факторов в модель включены некоторые факторы, которые могут оказывать влияние на инфляцию, но не влияют непосредственно на изменение предложения денег. К этим факторам относятся изменения уровня либерализации цен, открытость экономики, изменения предложения (изменение ВВП) и внешние шоки, которые характеризуют изменения цен на нефть и изменение ВВП в зоне евро²¹. В модель также включен в качестве характеристики инфляционных ожиданий уровень инфляции в предшествующем году.

²¹ Выбор последнего показателя объясняется тем, что значительная часть внешнеэкономических связей стран с переходной экономикой приходится на страны Западной Европы, прежде всего на страны зоны евро, поэтому любые колебания спроса в этих странах могут оказывать существенное влияние на экономику стран с переходной экономикой.

С точки зрения принадлежности к четырем группам факторов инфляции изменение предложения денег и изменение ВВП в зоне евро могут быть отнесены к шокам спроса, изменение ВВП и изменение цен на нефть - к шокам предложения, открытость экономики объединяет в себе как шоки спроса (применительно к экспорту), так и шоки предложения (в том, что касается импорта); уровень инфляции в предшествующем году характеризует инерцию инфляции, а уровень либерализации цен - влияние институтов.

На данном этапе модель может быть представлена как:

$$\pi_t = f(\overset{+}{\pi}_{t-1}, \overset{+}{M}_t^S, \overset{-}{GDP}_t, \overset{-}{Open}_t, \overset{+}{GDP}_t^{euro}, \overset{+}{Oil}_t^{pr}, \overset{-}{Lib}_t^{pr}), \quad (2.9)$$

где π_{t-1} – инфляция в предыдущем году, M^S - изменение предложения денег, GDP - изменение ВВП, $Open$ - открытость экономики, GDP^{euro} – изменение ВВП в зоне евро, Oil^{pr} – изменение цен на нефть, Lib^{pr} - либерализация цен. Над переменными указаны ожидаемые знаки коэффициентов при переменных²².

Итоги расчетов приведены в Приложении III Таблица III.1²³.

Полученные результаты демонстрируют, что изменение предложения денег является основным фактором, влияющим на инфляцию: в зависимости от спецификации модели рост годового индекса предложения денег на 1% приводит к росту годового индекса инфляции на 0,6 - 0,86%. Другие результаты также оказались вполне ожидаемы с точки зрения экономической теории: либерализация цен и экономический рост приводят к снижению инфляции.

Несколько неожиданной, с точки зрения теоретических представлений²⁴, оказалось лишь положительная связь открытости экономики и инфляции, хотя по абсолютной величине это влияние крайне незначительно. Объяснение такой ситу-

²² Более подробное описание переменных в этом и последующих случаях – в таблицах приложений.

²³ В этом и во всех последующих случаях в приложениях представлены наилучшие спецификации эконометрических моделей, отобранные в результате многовариантных расчетов.

²⁴ Эти представления базируются, главным образом, на статье Д. Ромера [375]. Однако в последующих работах было показано, что отрицательное влияние открытости экономики на инфляцию сошло на нет к концу XX века (см. [182]). Таким образом, пока не получены убедительные доказательства существования устойчивой отрицательной связи между открытостью экономики и уровнем инфляции.

ации связано с тем, что рост открытости экономик происходил, особенно в первые годы реформирования экономик, параллельно с падением курсов национальных валют по отношению к мировым валютам, поэтому повышение конкуренции на внутренних рынках в связи с притоком импортных товаров, что должно было способствовать снижению инфляции, блокировалось ростом цен этих товаров в связи с падением курса национальных валют.

Существенным, хотя и уступающим по своей величине изменению предложения денег выглядит влияние инерции инфляции, которую можно трактовать как адаптивные инфляционные ожидания, – коэффициент эластичности около 0,2.

Однако наиболее интересным из полученных результатов является статистически незначимое влияние на инфляцию внешних факторов: изменений объема выпуска в зоне евро и изменений цен на энергоносители. Это, конечно, не означает, что ни для одной страны, ни в один момент времени нельзя сделать вывод о зависимости внутренней инфляции от рассмотренных внешних факторов, однако это свидетельствует, что основными факторами, определяющими инфляцию в этих странах, являются внутренние факторы.

Важный вопрос, насколько устойчивыми являются полученные результаты для различных периодов времени и разных групп стран.

В Таблице III.2 Приложения III представлены результаты расчетов для двух периодов времени 1994-1999 годов и 2000-2006 годов. Выбор именно этих временных периодов объясняется не только тем, что они делят весь рассматриваемый период на две почти равные части, но и тем, что 1999-м годом завершается период финансовой неустойчивости, и в последующие годы (до кризиса 2008 года) экономическое развитие стран с переходной экономикой протекало без значительных шоков.

Проведенный эконометрический анализ показывает существенное различие между двумя периодами времени. Первый период – 1994-1999 годы – характеризуется значительным влиянием на изменение индекса потребительских цен изменения предложения денег – коэффициент эластичности 0,6-0,7, устойчиво отрицательное влияние либерализации цен и положительное – открытости экономи-

ки. Динамическая модель также демонстрирует устойчивость такого фактора как адаптивные инфляционные ожидания – коэффициент эластичности на уровне 0,15, т.е. увеличение индекса потребительских цен на 1% в текущем году предопределяет повышение индекса потребительских цен в следующем году на 0,15%.

Во второй период – 2000-2006 годы – происходит значительное снижение значимости изменения предложения денег как фактора изменения темпов инфляции – коэффициент эластичности снизился до 0,1-0,28. Полностью исчерпало себя влияние либерализации цен, что вполне объяснимо: основной процесс либерализации цен проходил в первые годы проведения экономических реформ, в последний же период изменения в уровне либерализации в целом в странах с переходной экономикой были крайне незначительны и поэтому не могли влиять на уровень инфляции, который менялся под влиянием других факторов. Заметно слабее стало и влияние открытости экономики. Наиболее сильным фактором, как показывает динамическая модель, стали адаптивные инфляционные ожидания – коэффициент эластичности вырос по сравнению с периодом 1994-1999 годов почти в 4 раза – до 0,57, т.е. увеличение индекса потребительских цен на 1% в текущем году предопределяет повышение индекса потребительских цен в следующем году почти на 0,6%.

Страны с переходной экономикой, хотя и относятся к одной группе в рамках международной классификации²⁵, не являются, как уже неоднократно отмечалось выше, абсолютно однородной группой, поэтому не только темпы инфляции, но и влияние различных факторов может существенно отличаться для разных подгрупп стран с переходной экономикой.

Результаты проведенного анализа для отдельных групп стран с переходной экономикой представлены в Таблице III.3 Приложения III.

Нетрудно заметить особенности, характерные для стран Центральной и Восточной Европы: в силу большей развитости финансовых рынков изменение

²⁵ В последние годы многие международные экономические организации отказываются от традиционной трех групповой классификации стран мира: промышленно развитые страны, развивающиеся страны и страны с переходной (трансформируемой) экономикой, - объединяя последние две группы в одну с названием «другие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны» [95, с. 169].

предложения денег существенно меньше влияет на изменение темпов инфляции – коэффициент эластичности около 0,3, а рост открытости экономики способствует снижению инфляции.

Для большинства остальных групп стран влияние изменения предложения денег на изменения темпов инфляции было примерно одинаковым – коэффициент эластичности 0,6-0,7.

Очень важным подтверждением справедливости вывода, что инфляция для стран с переходной экономикой определяется главным образом внутренними факторами, а не внешними шоками является то, что такой внешний фактор как изменение цен на нефть не является статистически значимым ни для одной из выделенных групп стран, в том числе и для стран, не являющихся экспортерами энергоносителей.

Наконец, еще один вопрос, ответ на который имеет существенное значение для понимания механизмов инфляции в условиях переходной экономики: насколько значительно влияние отдельных стран, существенно отличающихся по тем или иным характеристикам от остальных, на общие закономерности.

В нашем случае такой страной является Россия, которая и по территории, и по численности населения и по размерам экономики в несколько раз превосходит любую другую страну из рассматриваемых стран с переходной экономикой. Проведенный анализ показал, что, в рамках рассматриваемой модели, значения влияния факторов на инфляцию с включением информации по России отличается от соответствующих значений без учета информации крайне незначительно: например, при оценке влияния изменения предложения денег на изменение темпов инфляции коэффициент эластичности отличается лишь на 0,02. Это позволяет сделать вывод, что механизмы, влияющие на инфляцию в России, не отличаются существенно от аналогичных механизмов в других странах с переходной экономикой.

Другим аргументом в пользу относительной однородности процессов, протекающих в странах с переходной экономикой, является тот факт, что при проведении расчетов по странам СНГ не подтвердились первоначальные предположе-

ния о существовании каких-либо индивидуальных эффектов, связанных с отдельными странами.

На втором этапе нашего анализа мы модифицировали модель, исключив из нее изменение денежного предложения, но включив группу факторов, которые могут оказывать влияние на изменение предложения денег и, в конечном счете, на темп инфляции.

В данную модификацию модели мы включили факторы, которые могут выступать в качестве побудительных мотивов для центрального банка к увеличению предложения денег. Здесь можно говорить о факторах «второго» порядка, которые оказывают влияние на факторы, «непосредственно» влияющие на инфляцию¹.

К таким факторам мы относим, во-первых, устойчивость финансовой системы, которая может быть измерена отношением государственного долга к ВВП. Высокий уровень дефицита государственного бюджета и порождаемый этим рост государственного долга создает опасность монетизации бюджетного дефицита для снижения долгового бремени.

Вторым фактором является внешняя устойчивость, измеряемая соотношением баланса счета текущих операций и ВВП. При дефиците счета текущих операций может возникнуть побудительный мотив к снижению курса национальной валюты, одним из способов которого является рост кредитования экономики, т.е. рост предложения денег².

Третьим фактором является развитие финансовых рынков, показателями которого являются оценки Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) – индексы, характеризующие глубину произведенных в странах с переходной экономикой реформ банковского сектора и небанковских финансовых институтов.

¹ При этом, конечно, в реальной экономике невозможно строго разделить влияние факторов по уровням: отдельные факторы могут оказывать влияние на инфляцию как непосредственно так и опосредованно, через факторы более «высокого» уровня.

² В обоих случаях для решения проблемы потенциальной эндогенности, т.е. не только зависимости инфляции от величины государственного долга бюджетного дефицита и отношения баланса счета текущих операций к ВВП, но и возможной обратной зависимости, мы использовали показатели за предшествующий год.

Четвертым фактором является стремление смягчить последствия экономической трансформации, связанные с возможным ростом безработицы при реструктуризации предприятий различных отраслей экономики. Здесь одним из индикаторов выступает индекс ЕБРР, оценивающий глубину реформирования предприятий. Другим показателем является доля сельского хозяйства в ВВП.

При этом основания для включения этого показателя в модель могут быть различны: во-первых, как нам представляется, сельское хозяйство в условиях переходной экономики является объектом существенной поддержки со стороны государства, поскольку именно в сельском хозяйстве социальные проблемы, порождаемые реструктуризацией предприятий, проявляются особенно остро, в том числе в силу невысокой мобильности населения¹ (особенно это относится к странам СНГ).

Другое обоснование можно назвать чисто фискальным, и оно основано на следующих соображениях: сельское хозяйство, как отрасль экономики, имеет значительную неформальную (скрытую) составляющую и потому крайне трудно для налогообложения. В связи с этим существует опасность, что возникнет соблазн покрыть потенциальную «дыру» в бюджете за счет заимствований у центрального банка². В «чистом» виде последняя позиция, скорее, может быть отнесена к развивающимся странам со слабо организованным сельским хозяйством и потому включающим значительный теневой сектор, а также с низким уровнем налоговых доходов по отношению к ВВП.

Для большинства стран с переходной экономикой это не вполне справедливо: уровень организации сельского хозяйства в период, предшествующий трансформации, был достаточно высок, кроме того, доля доходов государства в большинстве стран переходной экономикой составляет 30-50% от ВВП. Однако, поскольку мы рассматриваем и такие страны, как Армения, Албания, Грузия, Азербайджан, Киргизия, Таджикистан, с более низким уровнем доли доходов консо-

¹ Такой точки зрения, в частности, придерживаются Ф. Хаммерманн и М. Фланаган (см. [262]).

² Эта позиция впервые была высказана в статье [208] и впоследствии получила развитие в ряде работ (среди работ последних лет можно назвать [307]).

лидерированного бюджета в ВВП – 10-25%, полностью исключить данный мотив нельзя.

Мы сохранили в модели показатели открытости экономики и либерализации цен, которые выступают здесь как индикаторы общего процесса развертывания радикальных реформ, которые могут тем или иным образом влиять на политику центрального банка. Однако в отличие от первого этапа анализа в качестве конкретных измерителей открытости мы здесь используем индексы ЕБРР, которые отражают оба фактора более широко: открытость учитывает не только движение товаров, но и движение капитала и ослабление валютных ограничений, а либерализация цен – не только изменение доли товаров, включаемых в расчет индекса потребительских цен, цены на которые регулируются, но и ценовую либерализацию для более широкого круга товаров, включая товары, приобретаемые самим государством.

Наконец, для оценки влияния уровня экономики монополизации экономики мы включили в модель показатель, оценивающий политику содействия конкуренции (антимонопольную политику), проводимую страной. Предполагается, что более успешная антимонопольная политика характеризует и снижение монопольных тенденций в экономике.

В этой группе факторов значительная часть факторов представляет собой влияние институтов: различных норм и правил, регламентирующих свободу движения товаров и капитала, функционирование финансового и банковского секторов и т.д.

Формальная модель в данном случае может быть представлена как:

$$\pi_t = f(\overset{+}{\pi}_{t-1}, \overset{+}{Stab}_{t-1}^{fin}, \overset{-}{Stab}_{t-1}^{for}, \overset{-}{Open}_t^{ind}, \overset{-}{REF}_t^{ind}, \overset{+}{Agro}_t, \overset{-}{AntiM}_t^{ind}, \overset{-}{Lib}_t^{ind}), \quad (2.10)$$

где π_{t-1} – инфляция в предыдущем году, $\overset{+}{Stab}_{t-1}^{fin}$ – финансовая стабильность (отношение государственного долга к ВВП), $\overset{-}{Stab}_{t-1}^{for}$ – внешняя стабильность (отношение сальдо счета текущих операций к ВВП), $\overset{-}{Open}_t^{ind}$ – индекс открытости экономики (внешнеэкономической либерализации), $\overset{-}{REF}_t^{ind}$ – вектор индексов реформирования различных сфер экономики (предприятий, банков, небанковских инсти-

тутов), $Agro_t$ – доля сельского хозяйства в ВВП, $AntiM_t^{ind}$ – индекс политики содействия конкуренции, Lib_t^{ind} – индекс либерализации цен. Над переменными указаны ожидаемые знаки коэффициентов при переменных.

Результаты этого этапа анализа представлены в Таблицах III.4-III.15 Приложения III. В Таблице III.4 приведены результаты расчетов для всей совокупности стран с переходной экономикой и для всего временного интервала 1994-2006 годов.

Мы получили дополнительное подтверждение, что либерализация цен и, особенно, внешнеэкономическая либерализация являются важными факторами, которые сдерживают возможное стремление центрального банка к росту предложению денег и, таким образом, влияют на величину инфляции. Причем это влияние весьма существенно: при прочих равных условиях повышение индекса либерализации цен на единицу¹ снижает инфляцию (индекс потребительских цен) на 13-15%², а повышение индекса внешнеэкономической открытости – на 20-30%. Индекс, характеризующий политику поощрения конкуренции, оказался незначимым вследствие явно недостаточного продвижения реформ в большинстве стран с переходной экономикой в этом направлении.

Финансовая стабильность и внешняя стабильность демонстрируют устойчивое, хотя и не очень значительное влияние на инфляцию. Вместе с тем существенное влияние на инфляцию оказывает реструктуризация предприятий, приводящая к снижению расходов государства на их поддержку: повышение индекса реструктуризации предприятий на 1 снижает индекс потребительских цен, при прочих равных условиях, на 13%. В этом же направлении действует и такой фактор улучшения структуры экономики как снижения доли сельскохозяйственного производства: снижение доли сельского хозяйства в ВВП на 10 процентных пунктов способствует снижению инфляции на 0,3%.

¹ Как известно, индексы ЕБРР изменяются в интервале от 1 до 4,33 с шагом в 0,33.

² Снижение значимости этого фактора в спецификациях модели с включенными временными эффектами объясняется корреляцией индекса либерализации с временным трендом.

Наконец развитие финансового рынка, оцениваемое через индексы реформ банковского сектора и небанковских финансовых институтов, также оказывает влияние на инфляцию, однако статистически значимые величины имеют место только в тех спецификациях модели, в которые не включены другие индексы, исчисляемые ЕБРР. Это объясняется скоррелированностью большинства индексов экономических реформ вследствие чего оказывается невозможным в рамках доступной нам информации выделить отдельно влияние именно реформирования финансового рынка.

Результаты, представленные в таблицах III.5 и III.6 приложения III, демонстрируют различия влияния рассматриваемых факторов на инфляцию в течение двух подпериодов времени – 1994-1999 годов и 2000-2006 годов.

Принципиальное различие между данными периодами времени в рамках анализируемой модели проявилось в том, что для периода 1994-1999 годов не получила подтверждение даже гипотеза о наличии индивидуальных эффектов (фиксированных или случайных)¹, т.е. во всех рассматриваемых странах с переходной экономикой влияние данной группы факторов на инфляцию проходило в рамках некоторого единого процесса со случайными колебаниями вокруг общей тенденции. Для этого периода времени также оказалась характерна высокая корреляция между индексами, характеризующими глубину экономических реформ по отдельным направлениям. В связи с этим далеко не всегда в рамках конкретных спецификаций модели удавалось выделить обособленное влияние отдельных факторов на инфляцию. Вместе с тем именно в период 1994-1999 годов развитие экономических реформ значительно влияло на уровень инфляции: увеличение индекса либерализации цен на единицу приводило к снижению индекса потребительских цен, при прочих равных условиях, на 25-30%, индекса внешнеэкономической либерализации – на 17-22%, индекса реформирования предприятий - на 30-35%, индексов реформирования банковского сектора и небанковских финансовых институтов – на 15-20%. В последующий период – 2000-2006 годы – это

¹ Вследствие этого модель оценивалась не, как в большинстве предшествующих случаев, как модель панельных данных с фиксированными эффектами, а как линейная регрессионная модель, оцениваемая методом наименьших квадратов с панельной коррекцией ошибок.

влияние несколько снизилось и стало равно, соответственно, 13-27%, 14-19% и 7-9%.

Столь же значительно снизилась «инфляциогенность» доли аграрного сектора – с 7% до 1%, а коэффициент фактора «финансовая стабильность» во втором периоде вообще потерял статистическую значимость.

Здесь, разумеется, сыграло свою роль общее снижение темпов инфляции, поэтому каждый последующий процент снижения был «весомее». Однако, последовательное проведение реформ, включая реструктуризацию предприятий, остается важнейшим инструментом сдерживания инфляционных процессов.

Наконец, в Таблицах III.7–III.15 Приложения III представлены результаты расчетов для отдельных групп стран¹.

Сравнивая влияние различных факторов для различных групп стран, можно выявить те из них, роль которых заметно различается для стран, в различной степени, продвинувшихся по пути экономических преобразований: в странах Центральной и Восточной Европы существует устойчивое, хотя и незначительное по абсолютной величине, влияние финансовой стабильности, в то время как для стран СНГ оно, фактически, отсутствует. С другой стороны, влияние внешнеэкономической либерализации как фактора снижения индекса потребительских цен в странах Центральной и Восточной Европы оказалось не столь значительным: рост индекса внешнеэкономической либерализации на единицу мог бы снизить индекс потребительских цен на 11-12%, в то время как в странах СНГ – на 20-30% и более. Однако такая разница не представляется неожиданной: страны Центральной и Восточной Европы уже к началу рассматриваемого периода (1994 год) прошли значительную часть пути внешнеэкономической либерализации, в то время как для многих стран СНГ внешнеэкономическая либерализация остается актуальной задачей до настоящего времени. Это же относится к другим показате-

¹ При проведении расчетов по отдельным группам стран вследствие сокращения объема информации еще большее влияние приобретает скоррелированность регрессоров в моделях, поэтому для уменьшения мультиколлинеарности производилось исключение некоторых регрессоров из конкретных спецификаций моделей.

лям, характеризующим развитие экономических реформ – индексам реформирования банковского сектора и небанковских финансовых институтов.

Если же рассматривать факторы более инерционные, связанные со структурой экономики, то здесь различия не столь существенны: для стран более развитых (Центральная и Восточная Европа) снижение доли сельского хозяйства в ВВП на 10% приводит к снижению годового индекса потребительских цен на 0,5%, а с учетом стран Балтии – на 0,4%. Для стран СНГ эта величина составляет 0,3%.

Что касается российской специфики, то единственным фактором, для которого она оказалась существенной – реформирование предприятий: если для всей совокупности стран с переходной экономикой увеличение индекса реформ на единицу приведет к снижению годового индекса потребительских цен примерно на 13%, то исключение из расчетов данных по России дает результат – более 27%. Такой разрыв, с одной стороны, служит дополнительным аргументом в пользу мнения о неэффективной до настоящего времени политики реструктуризации предприятий, а с другой – показывает, что неэффективное реформирование предприятий является одной из фундаментальных причин поддержания инфляции в России на высоком уровне по сравнению со многими другими странами с переходной экономикой.

Наконец, на третьем этапе мы оценивали, насколько инфляция в странах с трансформируемой экономикой предопределяется факторами более широкого плана: характеристиками экономики, связанными с ее готовностью к экономическим реформам и к преобразованиям в целом, характеристики страны с точки зрения экономической либерализации и, особенно, демократизации и политических свобод.

Теоретически более высокий уровень готовности к радикальным реформам должен приводить и к более низким темпам инфляции, борьба с которой являлась одной из настоятельных задач, как первого периода реформ, так и последующих.

Значения двух «входных» показателей: «усталости от экономического спада» и «усталости от инфляции», – должны были оказывать влияние на приоритеты

при проведении экономической политики. Более высокий уровень накопленной до начала реформ инфляции должен был побуждать власти к более активному проведению антиинфляционной политики, и, следовательно, к снижению инфляции.

Наконец, еще одна важнейшая характеристика готовности страны к радикальному реформированию – уровень социально-политической готовности к реформам или «степень сориентированности страны на реформы». Здесь можно предположить, что готовность общественности страны к реформам позволяет проводить более последовательную экономическую политику, направленную на макроэкономическую стабилизацию.

Последняя группа факторов характеризует влияние на инфляцию политики в целом: как ее экономической составляющей, которую можно описать через различные уровни экономической свободы, так и политической составляющей, которая может оцениваться через различные уровни демократизации.

Повышение уровня экономической свободы, оценку которой формируют такие показатели, как свобода для бизнеса в создании и функционировании предприятий, обеспечение прав частной собственности, минимизация государственных расходов, свобода финансового сектора, свобода от коррупции, способность работников и бизнеса взаимодействовать без вмешательства государства и др., предполагает снижение уровня инфляция, поскольку, во-первых, гибкость экономики и отсутствие барьеров позволяет предложению, с одной стороны, быстрее реагировать на колебания спроса, а с другой – облегчаются возможности роста предложения «для создания собственного спроса»; во-вторых, как уже отмечалось выше, более конкурентная среда снижает возможности денежных властей для использования роста предложения денег с целью стимулирования экономики и, тем самым, снижает опасность инфляции.

Что касается влияния политической свободы на инфляцию, то здесь, в рамках политических теорий инфляции существуют два различных подхода к объяснению влияния политических факторов на инфляцию, к объяснению того, что в различных политических условиях может способствовать повышению темпов

инфляции: «популистский» подход и подход, основанный на «захвате государства» (см. [211]).

В первом случае, в условиях политической (электоральной) конкуренции, «инициаторами» инфляции могут выступать демократически избранные политики, которые, реагируя на запросы своих избирателей, увеличивают государственные расходы. Во втором случае, когда власть носит авторитарный характер, правящая элита использует свои возможности получения выгод от «создания денег», подрывая тем самым ценовую стабильность.

Эти подходы совершенно логично приводят к принципиально различным выводам о влиянии демократических институтов и процедур на инфляцию. Если исходить из «популистского» подхода, то любое развитие политической демократии будет усиливать давление на политиков, создавая опасность повышения темпов инфляции. В данном случае вероятность более высокой инфляции будет существенно меньше, если власть будет авторитарной, не подвергающейся сколько-нибудь значительному влиянию избирателей.

При подходе, основанном на «захвате государства» ситуация будет прямо противоположной: наличие демократических процедур и ответственность властей перед избирателями способствует стабильности цен, а автократическая власть создает благоприятные условия для инфляции. Нетрудно заметить, что в рамках данных подходов носителем «заинтересованности в инфляции» выступают, в одном случае относительно бедное большинство населения, а в другом – относительно богатая элита.

В качестве показателей развития политической свободы (уровня демократизации и развития демократических институтов) могут быть использованы показатели, учитывающие такие факторы как качество избирательного процесса, независимость средств массовой информации, демократическое управление как на национальном, так и на местном уровне, развитая правовая система и независимость судов, уровень коррупции и др.

Принципиальным вопросом, однако, остается, каким из двух теоретических подходов в большей степени определяется влияние политической свободы на ин-

фляцию вообще и в переходной экономике, в частности. Ряд недавних эмпирических исследований, хотя и с некоторыми оговорками, подтвердил предположение о том, что рост политических свобод оказывает сдерживающее влияние на инфляцию (см. [379; 381]). При этом особо отмечается, что во многом определяющим фактором является неравенство доходов: чем оно выше, тем выше вероятность того, что развитие демократических институтов и процедур будет способствовать повышению темпов инфляции [216, р. 395]. Объектом исследований во всех этих случаях была достаточно широкая выборка стран, включающая как развитые страны, так и страны развивающиеся и страны с переходной экономикой. Однако отдельных исследований, охватывающих лишь страны с переходной экономикой, до настоящего времени не проводилось.

Таким образом, мы оценивали влияние на инфляцию целой широкой группы факторов, описывающих институциональные характеристики экономики как в статике, так и в развитии по мере развертывания радикальных экономических реформ.

На этом этапе формальная модель может быть представлена как:

$$\pi_t = f(\overset{+}{\pi}_{t-1}, \overset{-}{REF}^{ready}, \overset{-}{REF}^{res}, \overset{-}{Free}^{econ}, \overset{-/+}{Free}^{pol}), \quad (2.11)$$

где π_{t-1} – инфляция в предыдущем году, REF^{ready} – вектор показателей, характеризующих готовность страны к радикальным реформам, REF^{res} – вектор показателей, характеризующих результаты первого десятилетия, $Free^{econ}$ – вектор показателей, характеризующих экономическую свободу, $Free^{pol}$ – вектор показателей, характеризующих политическую свободу. Над переменными указаны ожидаемые знаки коэффициентов при переменных

Результаты проведенного анализа на этом этапе представлены в Таблицах III.16–III.24 Приложения III.

Анализ показал, что далеко не все факторы, характеризующие влияние на инфляцию исходных условий реформ сохранили свое устойчивое влияние уже спустя 4-5 лет с момента начал радикальных экономических реформ (см. Приложение III Таблица III.16). Более того, единственным фактором, влияние которого

на инфляцию сохранялось в течение всего рассматриваемого периода (1994-2006 годы), стало «единство общества в отношении принятия радикальных экономических реформ», т.е. социально-политическая готовность к радикальному реформированию. Разумеется, его влияние было более существенным в первые годы после начала реформ. Это единство, очевидно, позволило принимать более «радикальные» законодательные и иные нормативные акты и более решительно проводить макроэкономическую стабилизацию.

Результаты анализа влияния экономической свободы в целом и различных ее компонентов на инфляцию представлены в Таблицах III.17–III.22 Приложения III¹.

Данные, представленные в Таблицах III.17–III.19, подтверждают сдерживающее влияние экономической свободы на уровень инфляции. Это касается как общего индекса экономической свободы, так и большинства частных индексов, характеризующих экономическую свободу. «Переход» от «полной несвободы» к «полной свободе» означал бы снижение среднегодового индекса потребительских цен на 12% для всей рассматриваемой группы стран с переходной экономикой и на 21% для стран, не являющихся экспортерами энергоносителей.

Из частных индексов экономической свободы наиболее существенное влияние на уровень инфляции оказали: «свобода с точки зрения налогообложения», т.е. минимум налоговых ставок и финансовых изъятий в целом; «свобода финансового сектора»; «свобода для бизнеса» с точки зрения создания и функционирования предприятий; «обеспечение прав частной собственности» и «свобода от коррупции».

Все эти индексы взаимосвязаны, поскольку, например, «свобода развития и функционирования предприятий» во многом зависит от уровня налогообложения, обеспечения прав частной собственности, уровня коррупции, возможности привлечения средств на финансовом рынке и т.п. В конечном счете, большая экономическая свобода приводит (на микроуровне) к большей гибкости в развитии

¹ Все расчеты сделаны на основе индекса экономической свободы (index of economic freedom) за соответствующие годы и его компонентов [144; 145].

предприятий, к более динамичной их реакции на изменения спроса, в том числе и на ожидаемые, и, следовательно, при прочих равных условиях, к более низкой инфляции.

Особый интерес представляет более значительное влияние экономической свободы на инфляцию для стран с переходной экономикой, не являющихся экспортерами энергоресурсов. Очевидно, более высокие доходы в условиях роста мировых цен на энергоресурсы могут позволить частично «компенсировать» нехватку экономической свободы: государство обеспечивает более высокий уровень расходов, не опасаясь дефицита государственного бюджета и необходимости его инфляционного покрытия.

При разделении стран с переходной экономикой на четыре группы в зависимости уровня экономической свободы (Приложение III Таблицы III.20–III.22): страны по большей части экономически свободные, страны экономически умеренно свободные, страны по большей части экономически несвободны, страны с подавленной экономической свободой¹, - оказывается в первых двух группах стран по сравнению с двумя последними странами годовой индекс потребительских цен, при прочих равных условиях, оказывается на 4-5% ниже, что также является подтверждением сдерживающего влияния экономической свободы на инфляцию.

Результаты расчетов влияния уровня политической свободы на инфляцию, представленные в Таблицах III.23 и III.24 Приложения III, также подтвердили сдерживающее влияние на уровень инфляции политических свобод. Для оценки уровня политической свободы мы использовали два показателя: общий индекс свободы и индекс демократизации, исчисляемые фондом Freedom House².

¹ В классификации Heritage Foundation выделяется еще одна группа стран – страны экономически свободные, однако среди стран с переходной экономикой нет ни одной страны, относящейся к этой группе.

² Общий индекс свободы исчисляется как среднее арифметическое индексов политических прав и гражданских свобод, индекс демократизации исчисляется как среднее арифметическое семи индексов, с помощью которых оцениваются: избирательный процесс, независимость СМИ, демократическое управление на национальном уровне и на местном уровне, гражданское общество, развитая правовая система и независимость судов, коррупция [239; 240; 241; 242, 243; 244] .

При использовании в расчетах любого из показателей переход от полной несвободы к полной свободе приведет к снижению среднегодового индекса потребительских цен на 14-17,6%. Несвободные страны с переходной экономикой имеют среднегодовой индекс инфляции на 9% выше, чем все остальные страны.

Особый интерес представляет результат, свидетельствующий об отрицательной связи инфляции и уровня экономического неравенства, измеряемого коэффициентом Джини, хотя по абсолютной величине эта связь представляется незначительной: рост коэффициента Джини на единицу (по стобалльной шкале) сопровождается снижением индекса потребительских цен на 0,4%.

Такой результат для стран с переходной экономикой представляется вполне логичным: становление рыночной экономики неизбежно сопровождается ростом неравенства экономического неравенства независимо от успехов страны в борьбе с инфляцией, и лишь по истечении некоторого времени эта связь ослабевает: расчеты, проведенные для периода 2000-2006 годы, показывают, что в этот период времени рост коэффициента Джини на единицу (по стобалльной шкале) сопровождается снижением индекса потребительских цен только на 0,2%.

Как и при рассмотрении влияния на инфляцию уровня экономической свободы, заметно различие во влиянии уровня политической свободы на инфляцию между странами, являющимися и не являющимися экспортерами энергоносителей. При исключении из общей выборки данных по странам-экспортерам энергоносителей это влияние оказывается выше, означая снижение индекса потребительских цен при переходе от полной несвободы к полной свободе в большей степени, нежели в общей выборке. И в данном случае, очевидно, более высокие доходы позволяют компенсировать для экономического развития недостаток политической свободы.

Оценка эффекта взаимного влияния коэффициента Джини и уровня политической свободы на инфляцию показала положительную связь между ними, что подтверждает высказанное предположение о зависимости влияния уровня политической свободы на инфляцию от уровня экономического неравенства: при его

повышении выше некоторой величины повышение уровня политической свободы будет способствовать повышению инфляции¹.

Проведенная оценка зависимости влияния на инфляцию уровня политической свободы при различных значениях коэффициента Джини² показала, что пороговым значением коэффициента Джини, после которого влияние уровня политической свободы на инфляцию сменяется с отрицательного на положительное является 43,8 (по стобалльной шкале) при измерении уровня политической свободы общим индексом свободы и 54,5 при измерении уровня политической свободы индексом демократизации. Сравнение этих результатов с данными о фактических значениях коэффициента Джини показывает, что примерно в 75% случаев повышение уровня политической свободы в странах с переходной экономикой будет скорее способствовать сдерживанию инфляции, нежели ее росту.

¹ Модель, лежащая в основе анализа связи инфляции, политической свободы и экономического неравенства основана на подходах, предложенных в [216], и подробно описана нами в [137].

²Использованная методика оценки основана на [283].

Глава 3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ И АНТИИНФЛЯЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

3.1. Новый неоклассический синтез

Не подлежит сомнению тот факт, что инфляция является макроэкономической проблемой, следовательно, вопросы как анализа инфляционных процессов, так и разработки антиинфляционной политики должны базироваться на тех или иных представлениях о функционировании макроэкономической системы в целом. Частично этот вопрос был рассмотрен нами в пункте 2.1, когда был дан обзор представлений о развитии теории инфляции в связи с развитием различных представлений о функционировании экономики. Сейчас представляется очень важным вернуться к данной проблеме и рассмотреть ее более глубоко на основе анализа современного состояния макроэкономической теории.

Современная макроэкономическая теория гораздо в большей степени, нежели еще 30-40 лет назад базируется не на априорных конструкциях, присущих традиционным моделям кейнсианского и классического направлений макроэкономической теории (см. [117, с. 12]), а на микроэкономических основаниях, в основе которых лежит поведение репрезентативного агента, максимизирующего полезность. Иначе говоря, идеи системного подхода, в соответствии с которым «целое нетождественно сумме частей его составляющих», т.е. поведение экономики в целом или крупных ее секторов отличается от поведения ее элементов (производителей и потребителей), в значительной степени уступили место идеям, основанным на фрактальном подходе, в соответствии с которым экономика может рассматриваться как самоподобный объект, и ее поведение будет в целом таким же, как и поведение ее типичных элементов³.

Вместе с тем ряд известных авторов считает, что априорный подход к построению макроэкономических моделей не утратил своего значения и остается исключительно полезным при изучении тех или иных аспектов макроэкономической политики [418, р. 2]. По мнению М. Фридмана, «микроэкономические осно-

³ Некоторую аналогию можно найти, например, в физике, где свет рассматривается и как волна, и как поток отдельных частиц – квантов.

вания могут предоставить гипотезы для усовершенствования макроэкономических моделей, но основные макроэкономические модели существовали уже давно и обеспечивали хорошие результаты без недавно возникшего внимания к микроэкономическим основаниям» [390, р. 203].

В известной статье Н.Г. Мэнкью отмечалось, что к концу 1980-х годов среди экономистов существовало согласие в том, что было ложным в старой макроэкономической парадигме, но оставалось много разногласий по поводу того, что должна представлять собой новая парадигма [308, р. 1658]. За прошедшее время произошло определенное сближение позиций, во всяком случае, можно говорить о близости мнений по поводу некоторых базовых положений современной макроэкономики (см. [179; 183; 391, р. 155; 403]). Как справедливо заметил А.Д. Смирнов общее направление научного поиска в современной макроэкономической теории эволюционирует к «научному синтезу, контуры которого будут по своей методологической значимости в чем-то подобными «неоклассическому синтезу» 1960-х годов» [117, с. 16].

Одним из таких ярких и очень перспективных направлений развития макроэкономической теории стал «новый неоклассический синтез»⁴. Наше внимание именно к этой концепции связано не только с тем, что она синтезирует многие достижения предшествующих направлений макроэкономической теории⁵, но, прежде всего с тем, что многие заложенные в нее предпосылки соответствуют ситуации, сложившейся в переходных экономиках. Это позволит построить на данной основе макроэкономическую модель современной переходной экономики, и, в конечном счете, более глубоко понять инфляцию, протекающую в условиях радикальных экономических реформ.

⁴ Как уже отмечалось в параграфе 2.1 наименование «новый неоклассический синтез» было введено Гудфрендом и Кингом [255]. Для обозначения данного направления развития макроэкономики были предложены также термины «нео-кейнсианизм» (New-Keynesianism) [201], «нео-монетаризм» (Neo-Monetarism) [289] и «оптимизирующая модель IS-LM» (Optimizing IS-LM model) [314].

⁵ Справедливости ради следует отметить, что некоторые весьма авторитетные экономисты пока довольно сдержанно оценивают собственно «синтезирующие» достижения нового неоклассического синтеза, оценивая его, скорее как некоторое «перемирие» между неоклассиками и новыми кейнсианцами [309, р. 13-15], в то время как другие активно развивают эти идеи [201; 425].

Содержание нового неоклассического синтеза определяется двумя основными элементами⁶. Во-первых, будучи построен на неоклассической макроэкономике и теории реального делового цикла, он включает в динамические макроэкономические модели межвременную оптимизацию и рациональные ожидания. Во-вторых, будучи построен на новой кейнсианской экономике, он включает несовершенную конкуренцию и положительные издержки ценового приспособления (корректировки цены).

Новый подход к макроэкономическим исследованиям назван новым неоклассическим синтезом, поскольку, как уже отмечалось ранее, он наследует дух старого синтеза. Модели, опирающиеся на новый неоклассический синтез, предлагают рекомендации для проведения экономической политики, которые основаны на идее, что негибкость цен приводит к тому, что определяющим фактором реальной экономической активности в краткосрочном периоде является совокупный спрос. Это означает, что существенное влияние на реальную экономическую активность оказывает денежная политика. Такой вывод предполагает последствия как позитивного, так и нормативного плана.

С позитивной точки зрения, его можно свести к тезису, что экономические колебания не могут быть поняты или интерпретированы независимо от денежной политики. Однако следует отметить, что это, в определенной степени, не соответствует выводам модели реального делового цикла – одного из узловых элементов нового неоклассического синтеза, в соответствии с которыми определяющее влияние на экономическую активность оказывают шоки производительности, фискальной политики и относительных цен.

С нормативной точки зрения, из нового неоклассического синтеза следует, что для получения эффекта с точки зрения макроэкономических результатов совокупный спрос должен надлежащим образом управляться денежной политикой. Иными словами, в рамках нового неоклассического синтеза возникает спрос на рекомендации в сфере денежной политики, что выглядит почти монетаристски.

⁶Анализ содержания нового неоклассического синтеза базируется, главным образом, на двух основополагающих работах [254; 255].

Как будет подробно показано ниже, такие рекомендации предполагают, что управление денежной политикой будет основано на следующих исходных принципах.

Во-первых, стабильная денежная политика должна соответствовать ключевым долгосрочным факторам реальной экономической активности, определяемым в соответствии с моделью реального делового цикла. Это означает, что, даже если в каждом из периодов объем выпуска может определяться спросом, то в долгосрочной перспективе он должен определяться предложением. Во-вторых, передаточный механизм влияния денежной политики на экономическую активность проявляется через ее влияние на соотношение средней цены фирмы и предельных издержек производства, которое называется средней ценовой накидкой. Те шаги при проведении денежной политики, которые увеличивают совокупный спрос, увеличивают и предельные издержки и, таким образом, снижают среднюю ценовую накидку. Это снижение способствует росту объема производства и занятости поскольку в модели реального делового цикла оно действует также как и снижение налогов. В-третьих, в долгосрочном периоде при условии низких темпов инфляции существует некоторая альтернатива между инфляцией и реальной экономической активностью.

Таким образом, общая рекомендация заключается в том, что денежная политика должна стабилизировать движение общего уровня цен, чтобы поддерживать объем производства на потенциальном уровне. Такая политика может быть названа «активистской» в том смысле, что денежные власти должны управлять совокупным спросом, чтобы приспособиться к каким-либо нарушениям производства со стороны предложения.

Значение нового синтеза состоит во взаимном дополнении элементов нового кейнсианства и элементов теории реального делового цикла, которые оказываются совместимыми, поскольку базируются на общем микроэкономическом основании.

Ключевые элементы модели нового неоклассического синтеза включают, прежде всего, базовую модель реального делового цикла в условиях монополи-

стической конкуренции.

Первый элемент такой модели формирует потребление домашних хозяйств.

Предполагается, что экономика состоит из домашних хозяйств, которые живут в течение двух периодов – настоящем и будущем. Домашние хозяйства имеют планы, касающиеся их доходов в течение жизни (y_1 , y_2) и доступ на кредитный рынок, где они могут брать и давать займы на условиях некоторой реальной процентной ставки r . Представительное (типичное) домашнее хозяйство выбирает свой план потребления (c_1 , c_2) при данных перспективах будущих доходов и реальной процентной ставки, чтобы максимизировать полезность потребления в течение всей жизни при бюджетном ограничении:

$$c_2 = -(1+r) \cdot c_1 + (1+r) \cdot x, \quad (3.1)$$

где $x = y_1 + y_2 / (1+r)$ представляет собой текущую дисконтированную стоимость будущих доходов.

Домашнее хозяйство получает полезность от своего потребления в течение всей жизни в соответствии с функцией:

$$U(c_1, c_2) = u(c_1) + \frac{1}{1+\rho} \cdot u(c_2), \quad (3.2)$$

где $u(c_1)$ – полезность текущего потребления, а $u(c_2)$ – полезность будущего потребления, $U(c_1, c_2)$ – текущая дисконтированная величина полезности от потребления в течение всей жизни, а $\rho > 0$ – постоянная «психологическая» норма дисконтирования⁷.

Для максимизации полезности домашнее хозяйство выбирает свой план потребления, распределяя потребление между текущим и будущим периодом (c_1 , c_2), так что

$$(1+r) = (1+\rho) \cdot \frac{c_2}{c_1}, \quad (3.3)$$

где выбор c_1 и c_2 полностью исчерпывает его текущие и будущие доходы в соот-

⁷ Обычно используют логарифмическое выражение полезности, т.е. $u(c) = \ln c$, и, следовательно, $u'(c) = 1/c$.

ветствии с бюджетным ограничением (3.1).

Вторым элементом модели является предложение труда со стороны домашних хозяйств.

Представительное домашнее хозяйство распределяет свое время между работой и отдыхом. При этом оно рассматривает реальную часовую заработную плату в терминах потребительских благ, w , как некоторую величину, задаваемую рынком труда. Ограниченный бюджет времени, которым располагает домашнее хозяйство, задается уравнением

$$l + n = 1, \quad (3.4)$$

где l – время (доля времени), предназначенное для досуга, а n – время, предназначенное для работы.

Полезность досуга извлекается домашним хозяйством непосредственно из той или иной формы времяпрепровождения. Вместе с потреблением досуга текущего и будущего периодов формирует общую полезность жизни⁸.

Оптимальное распределение времени в текущем периоде, максимизирующее полезность домашних хозяйств, представляет собой такое распределение, для которого предельная полезность, полученная непосредственно за счет досуга, равна предельной полезности полученной за счет дохода от отработанного времени:

$$1/l = w/c \quad (3.5)$$

Из уравнений (3.4) и (3.5), можно выразить предложение труда со стороны домашних хозяйств n^s :

$$n^s = 1 - \frac{c}{w} \quad (3.6)$$

Из этого выражения вытекают три важных следствия. Во-первых, при постоянной заработной плате, w , предложение труда будет обратно пропорционально потреблению домашнего хозяйства. Это имеет принципиальное значение, поскольку, если домашнее хозяйство способно потреблять больше благ, например, вследствие того, что улучшились перспективы его будущего суммарного дохода,

⁸ И в этом случае полезность досуга задается $v(l) = \ln l$, а $v'(l) = 1/l$.

тогда у него будет желание увеличить время досуга. Во-вторых, при фиксированном уровне потребления, предложение труда будет изменяться вместе с изменением реальной заработной платы. Это также важно, поскольку, при прочих равных условиях, более высокая часовая заработная плата увеличивает альтернативные издержки досуга (свободного времени) и делает работу более привлекательной. В-третьих, если потребление и заработная плата растут равными темпами, тогда их влияние на предложение труда полностью нейтрализуется.

Наряду с блоком, описывающим поведение домашних хозяйств, необходимой частью модели является блок, описывающий поведение фирм.

Модель реального делового цикла исходит из того, что в экономике существует большое число фирм, каждая из которых производит различные (дифференцированные) потребительские товары, т.е. фирмы находятся в условиях монополистической конкуренции. Каждая фирма в такой модели обладает достаточной рыночной силой, чтобы установить цену несколько выше предельных издержек производства. Фирмы сталкиваются с постоянной эластичностью спроса на их продукцию, что означает, что ценовая наценка над предельными издержками, максимизирующая прибыль, является постоянной величиной $\mu^* > 1$, которая не зависит от изменений спроса или издержек производства.

Исходя из своей логики поведения, фирмы стремятся гибко приспособливать цены так, чтобы все время поддерживать свою ценовую наценку на уровне, максимизирующем прибыль. Если допустить, что спрос на все разнообразные товары симметричен, то потребление может рассматриваться как потребление некоторого единого сложного товара.

Фирмы производят потребительские товары с затратами труда равными n в соответствии с производственной функцией

$$c = a \cdot n, \tag{3.7}$$

где a – часовая производительность труда, выраженная в единицах производимых потребительских товаров. Она колеблется и растет вместе с развитием технического прогресса.

Ценовая наценка над предельными издержками производства определяется

как:

$$\mu = \frac{P}{MC}, \quad (3.8)$$

где P – цена единицы потребительского блага, а MC – предельные издержки производства единицы потребительских благ, в денежном выражении. В соответствии с производственной функцией (3.7) для производства единицы продукции, c , необходимо проработать $1/a$ часа. Если часовая зарплата равна W , то предельные издержки производства единицы потребительских благ равны W/a . Подставляя это значение в (3.8), получаем:

$$\mu = \frac{a}{W/P} = \frac{a}{w}, \quad (3.9)$$

Следовательно, равновесная заработная плата, которая обеспечивает максимальную прибыль для фирмы, определяется как:

$$w^* = a/\mu^* \quad (3.10)$$

Если фирмы корректируют цены на свою продукцию так, чтобы обеспечить стабильность ценовой надбавки, то реальная заработная плата изменяется только вместе с изменениями производительности. Поскольку ценовая надбавка, максимизирующая прибыль, превышает единицу, то реальная заработная плата всегда меньше, чем производительность труда, $w^* < a$. Таким образом, фирмы готовы прекратить наём дополнительных работников еще до достижения реальной заработной платой величины предельного продукта труда.

Для определения равновесного уровня занятости сначала следует подставить в уравнение (3.6) выражения c и w из уравнений (3.7) и (3.10), получая:

$$n^s = 1 - \frac{a \cdot n}{a/\mu^*}, \quad (3.11)$$

а затем, приравнявая n^s и n , получаем равновесный уровень занятости, n^* :

$$n^* = \frac{1}{1 + \mu^*} \quad (3.12)$$

Равновесный уровень занятости зависит здесь только от ценовой надбавки, максимизирующей прибыль, а не от производительности, поскольку, воздействия

производительности на потребление и реальную заработную плату в функции предложения труда (3.6) полностью балансируются.

Равновесный объем выпуска c^* определяется из уравнений производственной функции (3.7) и равновесной занятости (3.12) как

$$c^* = a \cdot \frac{1}{1 + \mu^*}, \quad (3.13)$$

где c^* растет и изменяется пропорционально изменению производительности.

В завершение анализа базовой модели реального делового цикла необходимо учесть бюджетные ограничения, с которыми сталкиваются экономические агенты. Домашние хозяйства должны иметь достаточный доход, чтобы приобрести все потребительские товары, которые производят фирмы в течение каждого периода времени. При этом они побуждаются выбирать такое сочетание (план) потребления в текущем и будущем периодах, при котором оно оказывается равным текущему и будущему производству потребительских товаров. Решающую роль в выравнивании спроса и предложения потребительских товаров в течение времени будет играть реальная процентная ставка.

Домашние хозяйства имеют два источника дохода. Во-первых, это – доход, получаемый в форме заработной платы, который равен реальной заработной плате, умноженной на число отработанных часов, $w \cdot n$. Во-вторых, прибыль фирмы, которая равна доходу от продаж минус фонд заработной платы, $a \cdot n - w \cdot n$. Прибыль является величиной положительной, так как $w < a$. Общий доход домашних хозяйств в течение каждого периода времени представляет собой сумму заработной платы и прибыли: $w \cdot n + (a \cdot n - w \cdot n) = a \cdot n$. Этот доход в точности равен стоимости потребительских товаров, произведенных и проданных в течение каждого периода времени. Отсюда следует, что потребление домашних хозяйств в течение всей жизни (c_1, c_2) , которое соответствует текущему и будущему пред-

ложению товаров, заданному уравнением (3.13), $c_1^* = a_1 \cdot \frac{1}{1 + \mu^*}$ и $c_2^* = a_2 \cdot \frac{1}{1 + \mu^*}$,

также удовлетворяет бюджетному ограничению «всей жизни», заданному уравне-

нием (3.1).

Реальную процентную ставку, r^* , при которой предпочитаемый потребителями общий уровень потребления текущего и будущего периодов соответствует предложению потребительских товаров в соответствующих периодах, можно найти, подставив значения текущего и будущего предложения потребительских товаров c_1^* и c_2^* в уравнение (3.3):

$$(1 + r^*) = (1 + \rho) \cdot \frac{a_2}{a_1} \quad (3.14)$$

Такое определение реальной процентной ставки можно трактовать следующим образом: если производительность труда не меняется ($a_1 = a_2$), то домашние хозяйства удовлетворены стабильным планом потребления до тех пор, пока реальная процентная ставка равна психологической норме межвременного предпочтения ($r^* = \rho$). В такой ситуации дополнительный доход от того, что часть текущего дохода будет предоставлена в виде займа, полностью компенсирует предпочтение потребления в текущем периоде. С другой стороны, если ожидается, что будущая производительность будет выше сегодняшней ($a_1 < a_2$), то домашние хозяйства будут заинтересованы взять заём «под залог» своего возрастающего будущего потребления, чтобы как-то приблизить во времени этот период нового уровня потребления. Этим они воздействуют на реальную процентную ставку, поднимая ее вверх до уровня, который соответствует росту производительности труда и балансирует уравнение (3.14). В результате равновесная реальная процентная ставка балансирует общий кредитный рынок, не делая репрезентативное домашнее хозяйство ни заемщиком, ни кредитором. Аналогично равновесная реальная процентная ставка приводит в равновесие общий рынок благ, побуждая репрезентативное домашнее хозяйство полностью тратить свой текущий доход.

Рассмотрев базовую модель реального делового цикла, можно перейти к анализу собственно модели нового неоклассического синтеза.

Главное ее отличие от рассмотренной выше модели состоит в том, что фирмы в силу различных причин не могут гибко корректировать свои цены, что-

бы поддержать ценовую накидку на уровне, обеспечивающем максимальную прибыль. Следовательно, ценовая накидка будет колебаться, реагируя на колебания (шоки) совокупного спроса и производительности.

Для фирм, производящих дифференцированную продукцию, очень сложно и дорого в каждый данный момент времени определять цену, при которой максимизируется прибыль. Ценообразование требует информации об условиях спроса на рынке и издержках самой фирмы, сбор которой требует времени и средств. Затем эта информация должна быть обработана и оценена руководством фирмы. Поскольку решения, связанные с ценообразованием, требуют особого внимания, они рассматриваются с какой-то периодичностью. Фирма рассматривает вопрос об изменении цены на свою продукцию только в том случае, если ожидается, что изменения условий спроса или величины издержек приведут к значительному и устойчивому изменению фактической ценовой накидки. В такой ситуации фирма заинтересована изменить цену, чтобы восстановить ценовую накидку, максимизирующую прибыль.

Отсюда следуют четыре принципа фирменного ценообразования.

Во-первых, фирмам хотелось бы поддерживать фактическую ценовую накидку максимально близко к ценовой накидке, максимизирующей прибыль, с учетом издержек, с которыми связано изменение цен.

Во-вторых, фирмы должны соотносить единовременные издержки на изменение цен с выгодами поддержания фактической ценовой накидки на уровне близком к ценовой накидке, максимизирующей прибыль.

В-третьих, фирма будет тем в большей степени заинтересована изменить цену на свою продукцию, чем более значительным и устойчивым ожидается отклонение фактической ценовой накидки от желаемого уровня.

В-четвертых, фирмы изменяют свои цены в соответствии со средней ожидаемой инфляцией.

Выводы из этих принципов ценообразования применительно к общему темпу инфляции⁹ могут быть сведены к следующему:

⁹ Общий темп инфляции, по определению, и характеризует изменение общего уровня цен.

$$\pi = INF(\mu_1, E\mu_2) + E\pi, \quad (3.15)$$

где π – темп инфляции, $E\pi$ – ожидаемый темп инфляции в долгосрочном периоде, $INF(\mu_1, E\mu_2)$ – функция, показывающая влияние на инфляцию текущей и будущей ожидаемой ценовой накладки. Если μ_1 и μ_2 равны ценовой накладке, максимизирующей прибыль, фирмы изменяют свои цены в соответствии с ожидаемой трендовой (долгосрочной) инфляцией $E\pi$, т.е. $INF(\mu^*, \mu^*) = 0$. Сниженная ценовая накладка ($\mu < \mu^*$) сдвигает фактическую инфляцию выше трендовой (долгосрочной) инфляции, так как у фирм возникает побудительный мотив поднять цены, чтобы восстановить уровень ценовой накладки. Повышенная ценовая накладка ($\mu > \mu^*$) сдвигает фактическую инфляцию ниже трендовой инфляции.

Потенциально возможные инфляционные ситуации можно описать следующим образом:

Ситуация абсолютной ценовой стабильности: $\mu_1 = E\mu_2 = \mu^*$, $E\pi = 0$. Здесь текущая и ожидаемая ценовые накладки равны ценовой накладке, максимизирующей прибыль, а ожидаемая трендовая инфляция равна нулю.

Ситуация низкого инфляционного потенциала: $\mu_1 < \mu^*$, $E\mu_2 = \mu^*$, $E\pi = 0$. В этом случае текущая ценовая накладка меньше накладки, максимизирующей прибыль, но ожидаемая будущая ценовая накладка равна ей, и ожидаемая трендовая инфляция по-прежнему равна нулю.

Ситуация умеренного инфляционного потенциала: $\mu_1 < \mu^*$, $E\mu_2 < \mu^*$, $E\pi = 0$. Здесь отставание фактической ценовой накладки от ценовой накладки, максимизирующей прибыль, ожидается устойчивым, но ожидаемая трендовая инфляция все еще равна нулю.

Ситуация устойчивой инфляционной тенденции: $\mu_1 = E\mu_2 = \mu^*$, $\pi = E\pi > 0$. Текущая и ожидаемая ценовая накладка находятся на уровне, максимизирующем прибыль, но ожидаемая трендовая инфляция положительна.

Темпы инфляции существенно отличаются в разных странах мира. В разви-

тых странах они низки, поэтому, для них наиболее типичны первые два случая. Другими словами предполагается, что текущая ценовая наценка может быть ниже или выше уровня, максимизирующего прибыль, но фирмы не считают, что этот разрыв будет существовать в течение длительного времени. Если центральный банк пользуется доверием экономических субъектов, и в качестве своей задачи видит поддержание низкой (и даже нулевой) инфляции, то фирмы действительно ожидают нулевую инфляцию¹⁰. В таком случае у фирм нет необходимости изменять цены на свою продукцию в случае, если под влиянием каких-то случайных факторов величина их текущей ценовой наценки отклонится от уровня, обеспечивающего максимальную прибыль, поскольку они ожидают, что это отклонение будет временным.

В этом случае текущая занятость и объем выпуска определяются совокупным спросом на товары. Причем эта связь оказывается двоякой. Во-первых, каждая фирма сталкивается со своей кривой спроса и может продать лишь столько товара, сколько домашние хозяйства готовы купить по сложившейся цене. Во-вторых, фирмы стремятся произвести и реализовать столько товаров, сколько домашние хозяйства готовы приобрести, поскольку производительность труда превышает реальную заработную плату. Следовательно, если поддерживается неизменная цена на товар, то прибыль возрастает вместе с ростом занятости, объема производства и продаж. Поскольку фирмы не могут продать больше, чем позволяет спрос, но стремятся удовлетворить его, то совокупный спрос определяет объем выпуска в коротком периоде, а объем выпуска определяет уровень занятости при некоторой данной производительности труда.

Определение занятости в модели нового неоклассического синтеза можно трактовать как с кейнсианских, так и с классических позиций. Кейнсианский механизм определения уровня занятости разворачивается от совокупного спроса к занятости. В таком случае производственная функция, $c = a \cdot n$, показывает, как

¹⁰ В реальной действительности, как будет показано ниже, центральные банки не ставят перед собой цель добиться действительно нулевой инфляции, но фактические темпы инфляции настолько малы, что не требуют от фирм какой-либо оперативной реакции, связанной с изменением цен.

величина занятости, n , зависит от совокупного спроса, c , выраженного в единицах потребительских благ, и производительности труда, a .

Для того чтобы удовлетворить спрос при данной производительности труда, фирмы привлекают необходимое количество труда, предлагая номинальную заработную плату, W , которой должно быть достаточно, чтобы побудить домашние хозяйства предложить требуемое количество труда. Поскольку уровень цен, P , почти не зависит от текущей экономической ситуации, более высокая заработная плата поднимает реальную заработную плату, w . В соответствии с функцией предложения труда (3.6) при данном совокупном спросе более высокая реальная заработная плата увеличивает предложение труда, увеличивая альтернативные издержки времени для отдыха. Когда спрос падает, и фирмам необходимо меньшее количество труда, зарплата снижается.

Классический подход исходит из того, что фактическая занятость, n , должна быть равна тому количеству труда, которое предлагают домашние хозяйства, n^S , безотносительно величине совокупного спроса. В этом случае, заменяя в уравнении (3.6) $c = a \cdot n$ и $w = a/\mu$, приходим к выражению:

$$n = \frac{1}{1 + \mu} \quad (3.16)$$

Таким образом, исходя из классического подхода, занятость в модели нового неоклассического синтеза определяется обратно пропорционально ценовой наценке, как и в модели реального делового цикла. Единственное различие состоит в том, что в модели реального делового цикла фирмы с гибкими ценами корректируют свои цены постоянно для того, чтобы поддержать постоянной ценовую наценку, максимизирующую прибыль, и в этой ситуации стабильность ценовой наценки стабилизирует совокупную занятость. Если же уровень цен негибок, как в модели нового неоклассического синтеза, тогда ценовая наценка колеблется в соответствии с уравнением (3.9), а уровень занятости колеблется в соответствии с уравнением (3.16).

В соответствии с последним уравнением занятость изменяется в обратной пропорции к ценовой наценке, поскольку ценовая наценка создает разрыв между

ценой потребительских товаров и предельными издержками производства. В данном случае по своему воздействию ценовая накидка подобна процентному налогу с продаж, которым фирмы облагают покупателей своей продукции, при этом доход от этого налога поступает в качестве прибыли домашним хозяйствам. Как и при любом налоге, более высокая налоговая ставка снижает предложение облагаемых налогом товаров, а более низкая ставка увеличивает предложение этих товаров. Следовательно, сниженная ценовая накидка способствует росту производства и продаж потребительских благ. Напротив, как видно из уравнения (3.9), более высокая ценовая накидка означает более низкую реальную заработную плату по сравнению с производительностью труда. Здесь ценовая накидка действует и как налог на предложение труда, поскольку приводит к снижению реальной заработной платы ниже предельного продукта труда. Последнее дает иное объяснение тому, почему занятость изменяется в обратном направлении по сравнению с ценовой накидкой.

Резюмируя анализ модели нового неоклассического синтеза, можно сделать следующие обобщения. В модели реального делового цикла с гибкими ценами фирмы нейтрализуют воздействия изменений совокупного спроса и производительности, изменяя цены на свою продукцию так, чтобы поддерживать постоянную величину ценовой накидки. Модель реального делового цикла с гибкими ценами является классической в том смысле, что совокупное предложение определяется независимо от совокупного спроса. В модели реального делового цикла с гибкими ценами реальная процентная ставка корректируется так, чтобы совокупный потребительский спрос домашних хозяйств соответствовал совокупному предложению потребительских благ. В модели нового неоклассического синтеза колебания совокупного спроса могут приводить к колебаниям занятости и объема выпуска, и в этом смысле модель нового неоклассического синтеза – кейнсианская, но поскольку она имеет в своей основе классическую модель реального делового цикла с гибкими ценами наименование «новый неоклассический синтез» представляется вполне обоснованным.

В модели нового неоклассического синтеза фирмы поддерживают ценовую

надбавку, максимизирующую прибыль, как некоторую среднюю величину в течение какого-то периода времени, т.е. модель ведет себя, в конечном счете, как модель реального делового цикла с гибкими ценами, но при этом сохраняется возможность свободы действий при проведении денежной политики, чтобы оказывать влияние на совокупный спрос и стабилизировать занятость и инфляцию¹¹.

Как и любая другая современная макроэкономическая модель, модель нового неоклассического синтеза разрабатывалась для развитой рыночной экономики, поэтому с точки зрения задач нашего исследования, необходимо определить, насколько данная модель может быть использованы для анализа макроэкономических проблем трансформируемой экономики.

Для оценки поведения домашних хозяйств представляется вполне обоснованным использование подхода, основанного на межвременной оптимизации расходов, с целью максимизации общей полезности. Существенное различие заключается в величине психологической нормы дисконтирования, которая в условиях трансформируемой экономики должна быть выше, нежели в условиях развитой рыночной экономики. Этим может быть объяснено следующим: поведение типичного домашнего хозяйства в условиях трансформируемой экономики несет на себе «родимые пятна» предшествующего периода, когда относительно невысокие доходы плюс «государственный патернализм», обеспечивающий определенную устойчивость экономического положения домашних хозяйств, делали для них очень дорогим отказ от сегодняшнего потребления в пользу будущего¹². Следовательно, при оценке общей полезности потребления домашние хозяйства существенно большее значение придают текущему потреблению по сравнению с будущим.

Другой причиной высокой психологической нормы дисконтирования в условиях трансформируемой экономики является, в целом, большая неопределенность будущего по сравнению с развитой рыночной экономикой. Обратной сто-

¹¹ Более подробно эта проблема будет рассмотрена в дальнейшем.

¹² Здесь речь не идет о вынужденных сбережениях, которые возникали вследствие дефицита тех или иных потребительских благ, поскольку они не были свободным выбором домашних хозяйств.

роной более высокой психологической нормы дисконтирования, как видно из уравнения (3.3) является более высокая реальная процентная ставка, которая становится ценой отказа домашних хозяйств от потребления в текущем периоде в пользу потребления в будущем периоде, а также, как видно из уравнения (3.14) более высокая реальная равновесная процентная ставка. Это позволяет отметить важную особенность, вытекающую из модели нового неоклассического синтеза для переходной экономики: при прочих равных условиях в переходной экономике меньше возможности для инвестирования.

Предложение труда со стороны домашних хозяйств в переходной экономике также определяется максимизацией полезности при распределении времени на рабочее время и время досуга. При этом не следует забывать о более низком уровне реальной заработной платы и уровне потребления в условиях трансформируемой экономики. Отсюда также вытекает особенность переходной экономики: как видно из уравнения (3.6) рост реальной заработной платы значительно медленнее влияет на рост предложения труда, поскольку, в силу низкого уровня потребления, значительная часть прироста заработной платы направляется на прирост потребления.

Поведение фирм в условиях трансформируемой экономики также может быть описано в рамках модели монополистической конкуренции: достаточно большое количество фирм-производителей в большинстве отраслей экономики, дифференцированные товары и, как следствие, рыночная власть и возможность превышения цены над предельными издержками. Остается вопрос о гибкости изменения цен в ответ на изменения в экономике для поддержания ценовой накладки на уровне, максимизирующего прибыль.

Представляется, что здесь может иметь место двоякая тенденция: с одной стороны, большая, в целом, неопределенность в экономическом развитии требует от фирм трактовать любые изменения в экономике, как существенные события, на которые необходимо реагировать, поскольку не следует рассчитывать, что экономика через какое-то время вернется к своему исходному состоянию. Следовательно, потери фирм от отклонения ценовой накладки от уровня, максимизирующего

прибыль, будет тем больше, чем медленнее они будут реагировать на изменение условий в экономике. Таким образом, фирмы будут стремиться гибко изменять свои цены.

С другой стороны, некоторые категории фирм в условиях трансформируемой экономики находятся в особых условиях, поскольку цены на производимую ими продукцию прямо или косвенно контролируются государством, и, следовательно, они лишь периодически могут корректировать свои цены, стремясь привести ценовую наценку к уровню, максимизирующему прибыль.

Таким образом, в переходной экономике, с одной стороны, фирмы имеющие возможность гибкого изменения цен, стремятся менять цены часто, увеличивая тем самым предельные издержки на изменение цен и создавая условия дальнейшего повышения цен. С другой стороны, фирмы, имеющие возможность лишь периодического изменения цен, стремятся установить ценовую наценку на уровне, обеспечивающем максимальную прибыль на весь период до следующего разрешенного изменения цен.

Подобное поведение фирм приводит к тому, что инфляционный потенциал трансформируемой экономики оказывается выше, чем в развитой рыночной экономике.

Для фирм, способных быстро изменять свои цены, очевидно, наиболее реалистична ситуация, описанная выше как ситуация устойчивой инфляционной тенденции: $\mu_1 = E\mu_2 = \mu^*$, $\pi = E\pi > 0$.

Для фирм, вынужденных корректировать цены с некоторой периодичностью, реалистична новая ситуация, которую мы называем ситуацией высокого инфляционного потенциала: $\mu_1 < \mu^*$, $E\mu_2 < \mu^*$, $E\pi > 0$. При ней ожидается устойчивым не только отставание фактической ценовой наценки от ценовой наценки, максимизирующей прибыль, и вытекающая из этого тенденция максимально увеличивать ценовую наценку в момент корректировки, но и положительная ожидаемая трендовая инфляция.

Более высокий инфляционный потенциал также требует от фирм большей гибкости в изменении цен, что, как уже отмечалось, создает условия дальнейшего

повышения цен.

Таким образом, с одной стороны, основные положения модели нового неоклассического синтеза представляются вполне применимыми для анализа трансформируемой экономики. С другой стороны, специфические особенности поведения как домашних хозяйств, так и фирм существенно изменяют параметры модели, поэтому выводы, вытекающие из модели, выражают специфические черты переходной экономики.

3.2. Новая IS-LM модель

Общие подходы к построению модели, описывающей макроэкономическую систему как целое, должны быть дополнены развитием конкретной макроэкономической модели, позволяющей описать механизмы управляющих воздействий.

Исторически первой такой моделью стала модель *IS-LM*, которая была впоследствии дополнена кривой Филлипса¹³. Еще со времен Дж. Хикса этот подход был использован для того, чтобы объяснить как на объем выпуска и величину процентной ставки влияют как различные изменения (шоки) в экономическом развитии, так и те или иные меры экономической политики.

Современные модификации данной модели (см. [291]) имели своей целью дополнить ее так, чтобы учесть последующее развитие макроэкономической теории, включая рациональные ожидания и связанные с ними микроэкономические основания поведения экономических субъектов.

Как и модели предшествующих поколений, новая (модифицированная) *IS-LM* модель имеет своей целью описать поведение макроэкономических переменных. В качестве эндогенных переменных в нее вошли: реальный объем выпуска (или реальные расходы), y , уровень цен, P , реальная процентная ставка, r , темп инфляции, π , и номинальная процентная ставка, R ¹⁴.

Ядро новой *IS-LM* модели составили три уравнения: уравнение *IS*, уравне-

¹³ Как уже отмечалось ранее, модель следовало бы назвать моделью *IS-LM-PC*, но устоялось традиционное название.

¹⁴ Для удобства последующего анализа первые две переменные берутся в логарифмах.

ние Фишера и уравнение кривой Филлипса.

Уравнение IS представлено как уравнение, связанное с будущими ожиданиями. В нем текущие реальные расходы зависят от ожидаемого будущего уровня реальных расходов и реальной процентной ставки, а также от шоков совокупного спроса, x_{dt} , влияющих на величину совокупных расходов при данном уровне эндогенных факторов ($E_t y_{t+1}$ и r_t).

$$IS: \quad y_t = E_t y_{t+1} - s \cdot (r_t - r) + x_{dt} \quad (3.17)$$

Параметр $s > 0$ здесь определяет влияние реальной процентной ставки на совокупный спрос: чем s больше, тем большее снижение реального спроса вызывает данный рост реальной процентной ставки. Параметр $r > 0$ представляет норму процента, которая существовала бы при отсутствии роста объема выпуска и шоков совокупного спроса. Такое уравнение IS описывается как «ориентированное на будущее» поскольку в его правую часть входит $E_t y_{t+1}$.

Вторым уравнением является уравнение Фишера, в котором номинальная процентная ставка определяется как величина, равная сумме реальной процентной ставки и ожидаемого уровня инфляции в период времени от момента t до момента $t+1$, $E_t \pi_{t+1}$

$$F: \quad R_t = r_t + E_t \pi_{t+1} \quad (3.18)$$

Кривая Филлипса, вошедшая в модель, представляет собой версию кривой Филлипса с учетом ожиданий и соотносит текущий темп инфляции с ожидаемой будущей инфляцией, $E_t \pi_{t+1}$, разрывом объема выпуска между фактическим, y , и равновесным (трендовым), \bar{y} , объемами, а также с шоками инфляции, x_{π} :

$$PC: \quad \pi_t = \beta \cdot E_t \pi_{t+1} + \varphi \cdot (y_t - \bar{y}_t) + x_{\pi} \quad (3.19)$$

Параметр β удовлетворяет условию $0 \leq \beta \leq 1$. Параметр $\varphi > 0$ показывает, как инфляция реагирует на отклонение объема выпуска от своего равновесного (трендового) уровня. Чем больше эта величина, тем больше влияние на инфляцию объема выпуска, иначе говоря, чем больше величина этого параметра, тем более гибкими являются цены, и тем быстрее они приспосабливаются к изменениям в экономической активности.

Если использовать определение темпа инфляции как разницу между уровнями цен $\pi_t = P_t - P_{t-1}$ ¹⁵, то уравнение (3.19) могло бы быть переписано как:

$$P_t = P_{t-1} + \beta \cdot E_t \pi_{t+1} + \varphi \cdot (y_t - \bar{y}_t) + x_{\pi} \quad (3.20)$$

Это уравнение может быть названо уравнением «кривой совокупного предложения», поскольку оно показывает, как объем предложения зависит от уровня цен и других факторов.

Для завершения модели и определения поведения объема выпуска, уровня цен и других переменных необходимо определить условия равновесия на денежном рынке.

Здесь могут быть использованы два различных подхода. Во-первых, традиционный подход, основанный на определении спроса на деньги и предложения денег.

В этом случае функция спроса на деньги имеет следующий вид:

$$MD: M_t - P_t = \delta \cdot y_t - \gamma \cdot R_t - x_{vt}, \quad (3.21)$$

где $M_t - P_t$ – спрос на реальные остатки, $\delta > 0$ – эластичность спроса на деньги по доходу и $-\gamma < 0$ – полуэластичность спроса по процентной ставке. Существуют также и шоки спроса на деньги x_{vt} , которые снижают спрос на деньги, например, шок скорости обращения денег, когда $\delta = 1$ и $\gamma = 0$.

Функция предложения денег включает некоторый постоянный компонент денежной политики, f_{Mt} , и шоковый компонент x_{Mt} .

$$MS: M_t = f_{Mt} + x_{Mt} \quad (3.22)$$

Постоянный компонент может отражать сложившуюся экономическую ситуацию, также прошлый и ожидаемый уровень экономической активности.

Совместно уравнения (3.21) и (3.22) определяют количество денег, а также налагают дополнительное ограничение на изменения объема выпуска, уровня цен и величины процентной ставки.

¹⁵ Это абсолютно справедливо, поскольку, как уже отмечалось, уровень цен выражается в логарифмах и, следовательно, если $\pi_t = \frac{P_t}{P_{t-1}}$, то $\ln \pi_t = \ln P_t - \ln P_{t-1}$.

Второй (альтернативный) подход определения равновесия на денежном рынке основан на определении правила процентной ставки для денежной политики

$$IR: \quad R_t = f_{Rt} + x_{Rt} \quad (3.23)$$

Это уравнение, по аналогии с уравнением (3.22), также включает постоянную (систематическую) компоненту, f_{Rt} , и шоковую компоненту, x_{Rt} .

В соответствии с этим правилом необходимое количество денег определяется процентной ставкой, которая устанавливается денежными властями. Поведение денежной массы может быть выражено из уравнения (3.21):

$$M_t - P_t = \delta \cdot y_t - \gamma \cdot (f_{Rt} + x_{Rt}) - x_{vt} \quad (3.24)$$

Такой подход к формированию равновесия на денежном рынке становится все более популярным (см. [376]). Причиной этого является необходимость более реалистичного подхода к действиям денежных властей. В рамках традиционной *IS-LM* модели предполагается, что именно денежная масса является той экзогенной переменной, на которую оказывает непосредственное влияние центральный банк и с помощью которой он может воздействовать на экономическое равновесие. Практика последних десятилетий показала, что центральные банки все в меньшей степени уделяют внимание собственно предложению денег, но в большей степени стремятся проводить монетарную политику через изменение процентной ставки.

Учитывая новую конструкцию модели, она вполне может быть переименована в *IS-IR-PC* модель¹⁶. Оценивая новизну данной модели, можно отметить, что, по сравнению с первоначальной моделью Хикса, в ней уровень цен является эндогенной переменной, на которую влияют внешние шоки и правило денежной политики. Говоря языком монетаристов, новая модель рассматривает уровень цен скорее как денежный феномен, чем как необъяснимый институциональный феномен.

Новая *IS-IR-PC* модель также отличается от предыдущих модификаций *IS-*

¹⁶ Равновесие на денежном рынке определяется на основе правила процентной ставки, на котором базируется денежная политика.

LM модели учетом ожиданий и в совокупном спросе и совокупном предложении и особым способом, которым ожидания включаются в модель. В ней ожидаемый будущий доход (объем выпуска) выступает как ключевой фактор текущего объема выпуска, а ожидаемая будущая инфляция – как ключевой фактор сегодняшней инфляции.

Возвращаясь к содержанию новой кривой *IS*, следует отметить, что, как и в традиционной кривой *IS*, повышение реальной процентной ставки ведет к снижению уровня совокупного спроса.

Новая кривая *IS* также предполагает отрицательное отношение между процентной ставкой и объемом выпуска, включая также постоянную ожидаемую инфляцию и ожидаемый будущий объем выпуска. Вместе с тем, данная версия кривой предполагает, что изменения в ожиданиях будущего объема выпуска могут быть очень важным фактором совокупного спроса уже сегодня.

Новая кривая *IS* позволяет сделать новые выводы о связях между реальной процентной ставкой и реальной экономической активностью.

Во-первых, можно говорить о существовании естественной ставки процента: если экономика функционирует на уровне потенциального объема выпуска, то существует особый уровень реальной процентной ставки, который может быть назван естественной процентной ставкой. Уравнение новой кривой *IS* (3.17) показывает, что этот естественный уровень процентной ставки может быть задан следующим образом:

$$\bar{r}_t = \frac{1}{s} \cdot [E_t \bar{y}_{t+1} - \bar{y}_t + x_{dt}] \quad (3.25)$$

Нетрудно заметить, что естественная ставка процента возрастает, если ожидается, что потенциальный уровень выпуска будет расти более быстрыми темпами. Она также возрастает, если существуют шоки спроса при данной реальной процентной ставке.

Во-вторых, новая кривая *IS* предполагает, что реальная процентная ставка возрастает, в целом, когда ожидается более высокий рост объема выпуска:

$$r_t = \frac{1}{s} \cdot [E_t y_{t+1} - y_t + x_{dt}] \quad (3.26)$$

Это означает, что восстановление экономики в условиях временного снижения объема выпуска, когда существуют ожидания высоких темпов экономического роста, предполагает и высокую реальную процентную ставку. Напротив, низкая реальная процентная ставка соответствует экономике, временно переживающей высокий уровень объема выпуска.

Рассматривая специфику кривой предложения в новой модели *IS-LM*, мы, по традиции, должны определить, как рост номинального дохода влияет на изменение реального объема выпуска и уровня цен в различные периоды времени.

Однако, поскольку новая модель *IS-LM*, базируется на идеях нового неоклассического синтеза, в соответствии с которыми существует негибкость («липкость») цен в краткосрочном периоде, то, очевидно, рост номинального дохода может влиять на реальный объем выпуска.

Здесь важен тот факт, что негибкость цен не просто фиксируется как некоторая данность, а основывается на предположении о некотором оптимальном поведении фирм. Вследствие этого, в рамках данного подхода, что уже отмечалось выше, могут быть выделены четыре ключевых положения:

- в экономике существуют издержки корректировки (приспособления) цен;
- эти корректировки происходят асинхронно, т.е. не все фирмы одновременно изменяют свои цены;
- ценообразование ориентировано на перспективу, т.е. при установлении цен фирмы стремятся учесть будущую ситуацию, которая возникнет на данном рынке и в экономике в целом;
- фирмы действуют в условиях монополистической конкуренции.

Важно отметить, что, поскольку корректировка цен происходит не одновременно, то в каждый данный момент времени уровень цен представляет собой некоторую средневзвешенную величину текущих (откорректированных) и прошлых цен.

Моделирование ценообразования в рамках нового неоклассического синтеза

может быть реализовано различными способами (см. [194; 402]).

Наиболее пригодным для развития новой модели *IS-LM* и дальнейшего анализа ситуации в переходной экономике является подход, предложенный Кальво [194], который предполагает, что каждая фирма имеет некоторую постоянную вероятность корректировки цен в каждый данный промежуток времени.

Это предпочтение объясняется рядом причин: во-первых, оно отражает наиболее универсальный подход к объяснению динамики цен на уровне отдельных фирм, поскольку включает в себя дискретные корректировки цен, которые возникают неравномерно в течение каких-то интервалов времени; во-вторых, такой подход обеспечивает аналитически удобные выражения последующего анализа, в том числе и количественного; в-третьих, хотя в условиях переходной экономики при относительно большом влиянии государства на процесс ценообразования в отраслях, где действуют естественные монополии, для некоторых предприятий более пригодна модель Тейлора [402] с фиксированной периодичностью повышения тарифов, однако для большинства предприятий период фиксированных цен не является раз и навсегда предопределенным.

В модели Калво микроэкономическая показатель жесткости цен определяется простым параметром, η , который представляет собой вероятность того, что фирма не сможет провести корректировку цен в данном периоде. Вероятность корректировки цен фирмой не зависит от продолжительности периода стабильности цен, поэтому ожидаемая продолжительность периода негибкости цен равна $1/\eta$.

Если предположить экономику с большим количеством фирм, то доля фирм, корректирующих цены в данном периоде, будет равна вероятности корректировки цен для отдельной фирмы, $(1 - \eta)$, а доля фирм с ценами, не изменявшимися уже j периодов равна $(1 - \eta) \cdot \eta^j$.

Данный подход позволяет допускать различные варианты формирования текущего уровня цен: как адаптивного, так и на основе рациональных ожиданий.

Обобщая их можно сформулировать следующий механизм формирования

цен (см. [286, p. 62]):

$$P_t - P_{t-1} = \beta \cdot (E_t P_{t+1} - P_t) + \left[h \cdot \frac{(1-\eta) \cdot (1-\beta \cdot \eta)}{\eta} \right] \cdot (y_t - \bar{y}_t) + \left(\frac{1-\eta}{\eta} \right) \cdot [x_{P_t} - \beta \cdot \eta \cdot E_t x_{P,t+1}] \quad (3.27)$$

где β – традиционный рыночный фактор дисконтирования; h , ($h > 0$) – коэффициент эластичности связи реальных предельных издержек и величины разрыва выпуска (из $\psi_t = h \cdot (y_t - \bar{y}_t)$, где ψ_t – реальные предельные издержки).

Это уравнение идентично уравнениям (3.19) и (3.20), однако параметр $\varphi = h \cdot \frac{(1-\eta) \cdot (1-\beta \cdot \eta)}{\eta}$ демонстрирует связь с характеристиками процесса корректировки цен и эластичностью предельных издержек по отношению к разрыву выпуска. Существует также связь инфляционного шока x_π с основными шоками уравнения цен x_{P_t} , где $x_\pi = \left(\frac{1-\eta}{\eta} \right) \cdot [x_{P_t} - \beta \cdot \eta \cdot E_t x_{P,t+1}]$

Уравнение (3.27) свидетельствует в пользу монетаристского тезиса о нейтральности в долгосрочном периоде, в соответствии с которым номинальные шоки, которые приводят к одинаковому в течение всех будущих периодов изменению цен, не повлияют на уровень реальной экономической активности. В частности, если уровень цен будет постоянен во все периоды времени, т.е. $E_t P_{t+1} = P_t = P_{t-1} = P$, и отсутствуют инфляционные шоки ($x_\pi = 0$), то объем выпуска будет равен его потенциальному равновесному уровню ($y_t = \bar{y}_t$).

Если же речь идет о краткосрочном периоде, то новая кривая Филлипса позволяет предположить, что номинальные шоки, выводящие экономику из состояния равновесия, могут влиять на реальную экономическую активность, поскольку при негибких ценах объем выпуска будет определяться величиной спроса.

Р. Кинг приводит формальное доказательство последнего положения [291, p. 63, 89-93], основываясь на предположениях об отсутствии ценовых шоков, экзогенности номинального дохода, который определяется в соответствии с прави-

лом: $Y_t - Y_{t-1} = \rho \cdot (Y_{t-1} - Y_{t-2}) + x_{Yt}$ (где x_{Yt} - случайные шоки), - и фиксации потенциального объема выпуска в течение некоторого промежутка времени на уровне \bar{y} .

В итоге уравнение для цен в краткосрочном периоде получает следующий вид:

$$P_t = \theta \cdot P_{t-1} + (1 - \theta) \cdot (Y_{t-1} - \bar{y}) + \frac{1 - \theta}{1 - \theta \cdot \beta \cdot \rho} \cdot (Y_t - Y_{t-1}), \quad (3.28)$$

где θ – параметр корректировки, $0 < \theta < 1$. Более того, поскольку реальный объем выпуска (в логарифмической форме), $y_t = Y_t - P_t$, то уравнение (3.28) может быть преобразовано в:

$$y_t - \bar{y} = \left(\theta \cdot \frac{1 - \beta \cdot \rho}{1 - \theta \cdot \beta \cdot \rho} \right) \cdot [Y_t - Y_{t-1}] + \theta \cdot [y_{t-1} - \bar{y}] \quad (3.29)$$

Здесь коэффициент θ , характеризующий степень постепенной корректировки цен на макроуровне; он показывает, как уровень цен в предшествующем периоде влияет на текущий уровень цен. Разумеется, он отличается по величине от параметра η , характеризующего негибкость цен на микроуровне, хотя рост η ведет к увеличению θ .

В случае если изменения (рост) совокупного спроса носят исключительно временный характер, то под их влиянием должен незначительно увеличиться уровень цен, и заметно возрасти объем выпуска. Последнее объясняется тем, что экономические агенты, устанавливающие цены, правильно оценивают временный характер изменения номинального дохода и оптимально строят свое поведение. Однако это означает, что в последующие периоды, экономика будет иметь уровень цен выше своего устойчивого долгосрочного уровня, что приведет к снижению объема выпуска ниже потенциального уровня.

Оценивая новую кривую Филлипса с точки зрения ситуаций, свойственным переходной экономике, следует отметить, что устойчивый долгосрочный потенциальный уровень объема производства там лишь складывается, и экономический рост может быть результатом каких-то шоков номинального дохода (например, повышение совокупного спроса в результате падения курса национальной валю-

ты). Вместе с тем высокий уровень инфляции порождает у экономических агентов и высокие инфляционные ожидания, в связи с этим они воспринимают рост номинального дохода как устойчивый процесс, и поэтому стремятся максимально быстро приспособиться к нему, максимизируя свою ценовую накидку.

Возвращаясь к правилу процентной ставки, которое предполагает формирование предложения денег в зависимости от изменения ситуации в экономике, следует подробнее остановиться на его содержании, так как это поможет лучше понять возможности экономической политики в рамках рассматриваемой модели. В достаточно простой версии это правило может иметь следующий вид:

$$R_t = [r + \pi] + \tau_\pi \cdot (\pi_t - \pi) + \tau_y \cdot (y_t - \bar{y}_t), \quad (3.30)$$

где r – сложившаяся реальная процентная ставка, π – долгосрочный уровень инфляции, $(y_t - \bar{y}_t)$ – отклонение объема выпуска от его потенциального уровня.

Один из основоположников данного подхода Дж. Тэйлор исходил из того, что центральный банк, реализуя данное правило, должен активно реагировать на инфляцию, при этом следует повышать номинальную процентную ставку на величину большую, нежели возрастает инфляция, т.е. $\tau_\pi > 1$, но необходимо снижать номинальную процентную ставку, если объем выпуска снижается по сравнению с его потенциальным уровнем, т.е. $\tau_y > 0$ (см. [404]).

С учетом необходимости включения в правило процентной ставки механизма ожиданий и ограничений, связанных со стремлением центрального банк следовать некоторой долгосрочной траектории стабильного экономического развития (нейтральной экономической политике), правило монетарной политики может быть специфицировано как:

$$R_t = \bar{R}_t + \tau_1 \cdot (E_t \pi_{t+1} - E_t \bar{\pi}_{t+1}) + \tau_0 \cdot (\pi_t - \bar{\pi}_t) + x_{Rt}, \quad (3.31)$$

здесь \bar{R}_t – нейтральная процентная ставка, т.е. уровень процентной ставки, который должен соответствовать нейтральной экономической политике.

Нейтральная процентная ставка представляет собой сумму естественной реальной процентной ставки и ожидаемого будущего целевого ориентира инфляции $\bar{R}_t = \bar{r}_t + E_t \bar{\pi}_{t+1}$. Следовательно, денежные власти должны корректировать номи-

нальную процентную ставку относительно ее нейтрального уровня, если текущая или ожидаемая будущая инфляция отклоняются от своих целевых ориентиров.

Столь последовательное следование правилу процентной ставки при проведении денежной политики типично главным образом для стран с развитой рыночной экономикой. В странах с переходной экономикой после начала радикальных экономических реформ происходило формирование денежной политики, выработка правил и механизмов ее осуществления. В связи с этим в них при проведении денежной политики в качестве ее инструментов используется не только и не столько процентная ставка, сколько иные инструменты (см. [16])¹⁷.

Введение в новую *IS-LM* модель правила процентной ставки, которое создает равновесие на денежном рынке, предполагает, что важнейшим инструментом государственной экономической политики становится денежная политика.

Исходный вопрос здесь состоит в том, какие цели должна преследовать денежная политика в рамках рассматриваемой модели. Если предположить, что целью денежных властей является стабилизация реальной экономической активности на уровне, обеспечивающем поддержание потенциального объема выпуска в условиях стабильных цен, или, по терминологии нового неоклассического синтеза, осуществление нейтральной денежной политики [255, p. 235], то из этого вытекает ряд следствий.

Если фактический объем выпуска равен потенциальному, т.е. $y_t = \bar{y}_t$, то уравнение (3.19) приобретает следующий вид:

$$\pi_t = \beta \cdot E_t \pi_{t+1} + x_{\pi}, \quad (3.32)$$

однако в таком случае сегодняшняя инфляция становится равной накопленным инфляционным шокам (сегодняшним и будущим). Следовательно, при отсутствии инфляционных шоков, т.е. если $x_{\pi} = 0$ для всех t , для поддержания равенства фактического объема выпуска потенциальному темп инфляции должен быть равен нулю. Иначе говоря, если денежные власти поддерживают стабильный уровень цен, то это также обеспечивает равенство объема выпуска его потенциаль-

¹⁷ Подробно мы остановимся на этой проблеме в п. 6.1.

ному уровню.

При наличии инфляционных шоков важное значение приобретает их характер. Если предположить, что они являются абсолютно случайными, т.е. средняя величина шока равна нулю, то при нейтральной денежной политике средний темп инфляции также останется равным нулю. Если же исходить из более реалистических предположений, в соответствии с которыми сегодняшний инфляционный шок зависит от вчерашнего (см. [201]), то инфляционный шок может быть описан как авторегрессионный процесс первого порядка: $x_{\pi} = \rho \cdot x_{\pi,t-1} + e_{\pi}$. В этом случае из уравнения (3.19) можно определить темп инфляции, при котором будет соблюдаться условие нейтральной денежной политики – равенство фактического и потенциального объема выпуска. Его можно назвать «нейтральный темп инфляции»:

$$\bar{\pi} = \frac{1}{1 - \beta \cdot \rho} \cdot x_{\pi} = \rho \cdot \bar{\pi}_{t-1} + \frac{1}{1 - \beta \cdot \rho} \cdot e_{\pi} \quad (3.33)$$

Таким образом, на некоторый целевой ориентир инфляции постоянное влияние оказывает инфляционный шок. При этом, поскольку постоянный параметр ρ положителен, то для поддержания нейтральной денежной политики необходимо, чтобы и сегодняшний уровень инфляции был выше «среднего нулевого уровня», и для будущего необходимо иметь некоторый положительный ориентир инфляции¹⁸.

Прилагая критерий нейтральной денежной политики к другим уравнениям новой модели *IS-LM*, нетрудно заметить, что реальный уровень процентной ставки (уравнение (3.25): $\bar{r} = \frac{1}{s} \cdot [E_t \bar{y}_{t+1} - \bar{y}_t + x_{dt}]$, – представляет собой уровень реальной процентной ставки, соответствующий нейтральной денежной политике (нейтральный уровень процентной ставки).

Можно модифицировать уравнение Фишера (3.18), подставив в него естественный уровень реальной процентной ставки и ожидаемый нейтральный уро-

¹⁸ Более подробно проблема оптимального темпа инфляции, в том числе и для трансформируемой экономики, будет рассмотрена в главе 5.

вень инфляции, определяемый в соответствии с уравнением (3.33), и получить тот уровень номинальной процентной ставки, который обеспечивает проведение нейтральной денежной политики:

$$\bar{R}_t = \bar{r}_t + E_t \bar{\pi}_{t+1} \quad (3.34)$$

Таким образом, при проведении политики нейтральной процентной ставки номинальная процентная ставка должна отличаться от естественной (реальной) процентной ставки и целевого ориентира инфляции.

Наконец, в соответствии с функцией спроса на деньги (3.21) денежная масса определяется как:

$$M_t = (\bar{\pi}_t + P_{t-1}) + \delta \cdot \bar{y}_t - \gamma \cdot \bar{R}_t - x_{vt} \quad (3.35)$$

Отсюда, рост денежной массы должен удовлетворять правилу:

$$\bar{M}_t - \bar{M}_{t-1} = \bar{\pi}_t + [\delta \cdot (\bar{y}_t - \bar{y}_{t-1}) - \gamma \cdot (\bar{R}_t - \bar{R}_{t-1}) - (x_{vt} - x_{v,t-1})] \quad (3.36)$$

и представлять собой сумму целевого ориентира инфляции и изменений реального частного спроса на деньги.

Вообще рассматривая различные механизмы проведения нейтральной денежной политики, можно выделить два способа ее осуществления: на основе правила денежной массы и на основе правила процентной ставки.

Осуществление нейтральной денежной политики через правило денежной массы предполагает, что в функции предложения денег, представленной уравнением (3.22) отсутствуют шоки предложения денег ($x_{Mt} = 0$), и систематический компонент денежной политики, в соответствии с (3.36), задается следующим образом:

$$f_{Mt} = \bar{M}_{t-1} + \bar{\pi}_t + [\delta \cdot (\bar{y}_t - \bar{y}_{t-1}) - \gamma \cdot (\bar{R}_t - \bar{R}_{t-1}) - (x_{vt} - x_{v,t-1})] \quad (3.37)$$

При реализации такого правила денежные власти (Центральный банк) реагируют не на изменения объема выпуска, темпов инфляции и т.п., а на какие-то фундаментальные факторы, влияющие на экономическую активность и определяющие величину потенциального объема выпуска. В этом случае отклонение инфляции от ее нейтрального уровня не будет вызывать никакой реакции денежных властей, т.е. никаких изменений в предложении денег.

Проведение такой политики требует, чтобы и денежные власти и все остальные экономические субъекты обладали полной информацией о ситуации в экономике, что, несомненно, является очень сильным предположением для использования в реальной практике.

Реализация нейтральной денежной политики через правило процентной ставки представляет собой выбор некоторого уровня номинальной процентной ставки, соответствующего уравнению (3.34), при котором был бы обеспечен нейтральный уровень инфляции и потенциальный объем выпуска.

Проблема состоит в том, что, гипотетически, может возникнуть состояние равновесия, при объеме выпуска не равном потенциальному. Это объясняется тем, что при реализации правила процентной ставки денежные власти предлагают экономическим агентам любое количество денег, которое они пожелают при данном уровне номинальной процентной ставки. Для того чтобы исключить такую возможность, денежные власти должны установить правила своего поведения в случаях, если экономика будет отклоняться от нейтрального уровня. Примером может быть конкретное правило процентной ставки, которое реализуется при отклонениях фактического уровня инфляции от нейтрального уровня:

$$R_t = \bar{R}_t + \tau \cdot (\pi_t - \bar{\pi}_t) = [\bar{r}_t + E_t \bar{\pi}_{t+1}] + \tau \cdot (\pi_t - \bar{\pi}_t) \quad (3.38)$$

В таком случае, задавая $\tau > 0$, денежные власти устанавливают правило: если инфляция поднимается выше нейтрального уровня, то номинальная процентная ставка будет возрастать до того уровня, на котором она должна быть при нейтральной денежной политике. Если к таким правилам существует доверие экономических агентов, то инфляция будет сохраняться на нейтральном уровне, а объем выпуска соответствовать своему потенциальному уровню.

При возникновении равновесия при объеме выпуска, не соответствующем потенциальному уровню, возможна ситуация, когда денежные власти способны воздействовать на поведение инфляции, но не на поведение реальной процентной ставки. При этом они используют следующее правило:

$$R_t = r_t + \pi + \tau \cdot (\pi_t - \pi) + x_{Rt}, \quad (3.39)$$

здесь π – постоянный долгосрочный темп инфляции, а τ – параметр, определяющий реакцию на отклонение инфляции от ее среднего долгосрочного уровня.

С учетом уравнения Фишера (3.19) ограничения инфляции определяются следующим образом:

$$\tau \cdot (\pi_t - \pi) + x_{Rt} = [E_t \pi_{t+1} - \pi] \quad (3.40)$$

Как для случая гибких цен, так и для случая негибких цен при различных значениях параметра τ возможно существование как единственного, так и множественного равновесия (устойчивого равновесного уровня инфляции). При гибких ценах единственное равновесие существует, если $\tau > 1$ и $\tau < -1$. «Зона неопределенности», когда нельзя говорить о существовании единственного равновесия, возникает при $0 < \tau < 1$.

При негибких ценах, если центральный банк реализует правило процентной ставки, представленное уравнением (3.31), существует два параметра τ_1 и τ_0 , то границы «зон неопределенности» будут определяться как некоторые соотношения величин τ_1 и τ_0 . Как показал Р. Кинг [289, р. 94-95], устойчивое равновесие будет существовать, если $\tau_0 + \tau_1 > 1$ или $\tau_0 - \tau_1 < -1 - \frac{2 \cdot (1 + \beta)}{\varphi \cdot s}$, где β ($0 \leq \beta \leq 1$) – параметр, показывающий влияние на сегодняшнюю инфляцию ожидаемой будущей инфляции; s ($s > 0$) – параметр, определяющий воздействие реальной процентной ставки на совокупный спрос; φ ($\varphi > 0$) – параметр, характеризующий реакцию инфляции на отклонение объема выпуска от его потенциального уровня.

Теперь можно рассмотреть различные варианты реализации центральным банком правила процентной ставки.

Если денежные власти реагируют только на уровень сегодняшней инфляции, т.е. оказывает влияние на параметр, τ_0 , оставляя без внимания ожидаемую инфляцию, т.е. параметр τ_1 , то в этом случае нейтральному поведению инфляции и объема выпуска будет соответствовать $\tau_1 = 0$ и $\tau_0 > 1$, т.е. центральный банк будет объявлять и проводить политику в соответствии с которой при отклонении

инфляции от ее нейтрального уровня изменение номинальной процентной ставки будет происходить в большей степени, нежели это отклонение инфляции.

Вторая зона устойчивого равновесия будет определяться границей $\tau_0 < -\frac{2 \cdot (1 + \beta)}{\varphi \cdot s} - 1$. С точки зрения декларирования политики центрального банка эта граница обозначает, что он будет предпринимать все меры к снижению инфляции, если она отклоняется от некоторого целевого ориентира.

В случае, если, применяя правило (3.31), денежные власти уделяют внимание лишь ожидаемому уровню инфляции, оставляя без внимания текущую инфляцию, то возникает еще одна область устойчивого равновесия. В этой ситуации

при $\tau_0 = 0$ ограничения $\tau_1 > 1$ и $-\tau_1 < -\frac{2 \cdot (1 + \beta)}{\varphi \cdot s} - 1$ сводятся к одному

$$\tau_1 > \frac{2 \cdot (1 + \beta)}{\varphi \cdot s} + 1.$$

В таком случае на практике проводить нейтральную денежную политику достаточно сложно, поскольку надо учитывать возможные изменения параметров φ и s и их произведения. Чем оно будет больше, тем ближе к единице будет граница зоны неопределенности.

Возможна также ситуация, когда центральный банк стремится реагировать как на текущую, так и на ожидаемую инфляцию. В целом в этом случае необходимо, чтобы денежная политика была активна. Вместе с тем, исходя из ограничения $\tau_0 + \tau_1 > 1$ и реагируя на ожидаемую инфляцию, можно не столь активно реагировать на текущую, например, если $\tau_1 = 0.25$, то должно быть $\tau_0 > 0.75$, но совсем не обязательно $\tau_0 > 1$.

В рамках идей, заложенных в новой *IS-LM* модели, денежная политика может влиять на реальную экономическую активность двумя особыми способами. Во-первых, центральный банк сам может быть источником шоков, влияние которых сказывается через нарушения денежной политики, которые, в свою очередь, также зависят от формы правила денежной политики. Во-вторых, выбирая правила денежной политики, центральный банк может воздействовать на то, как

макроэкономическая активность реагирует на шоки, возникающие где-либо в экономике.

Вместе с тем анализ макроэкономической политики в рамках новой модели *IS-LM* страдает типичным и уже упоминавшимся нами недостатком – в нем отсутствуют микроэкономические основания, поэтому мы возвращаемся к микроэкономическим основам нового неоклассического синтеза и рассматриваем проблемы денежной политики с учетом их микроэкономических оснований.

Как и в предшествующем анализе, центральный банк осуществляет денежную политику, используя в качестве инструмента краткосрочную номинальную процентную ставку, R . По определению реальная процентная ставка представляет собой $r = R - E\pi$ ¹⁹, и центральный банк не может ее контролировать.

Для простоты последующего анализа предположим, что целью центрального банка является обеспечение нулевой инфляции, и его политика пользуется доверием общества, так что $E\pi = 0$ и уровень цен слабо реагирует на текущие шоки в экономике и действия, связанные с осуществлением политики процентной ставки. В этом случае выбранный центральным банком целевой ориентир номинальной процентной ставки \bar{R} преобразуется в целевой ориентир для реальной процентной ставки \bar{r} . Более того, экономические агенты ожидают, что будущая ценовая накидка будет на уровне, максимизирующем прибыль, $E\mu_2 = \mu^*$. Если текущая и будущая производительность (a_1, a_2) задаются технологией независимо от политики процентной ставки, то ожидаемое будущее потребление домашних хозяйств, в соответствии с уравнением (3.13), будет определяться перспективами будущего дохода:

$$c_2^* = a_2 \cdot \frac{1}{1 + \mu^*} \quad (3.41)$$

Для того чтобы выявить влияние политики процентной ставки на текущие макроэкономические переменные, подставим в уравнение (3.3) значение c_2^* из

¹⁹ В данном случае не имеет значения, на основании каких именно ожиданий (адаптивных или рациональных) формируется ожидаемая инфляция.

уравнения (3.51), выразив тем самым желательный уровень текущего потребления через ожидаемое будущее потребление и целевой ориентир реальной процентной ставки:

$$c_1 = \frac{1 + \rho}{1 + \bar{r}} \cdot a_2 \cdot \frac{1}{1 + \mu^*} \quad (3.42)$$

Из этого выражения легко понять механизм, через который политика процентной ставки оказывает влияние на совокупный спрос. Текущее потребление c_1 находится в обратном отношении с целевым ориентиром реальной процентной ставки \bar{r} , при этом ожидаемое будущее потребление закрепляется на уровне

$a_2 \cdot \frac{1}{1 + \mu^*}$. Рост целевого ориентира реальной процентной ставки снижает теку-

щий совокупный спрос вследствие роста альтернативных издержек текущего потребления с позиции будущего потребления. Сокращение совокупного спроса приводит к снижению текущей занятости n_t , реальной заработной платы w_t и повышению ценовой накладки μ_t . Напротив, снижение целевого ориентира реальной процентной ставки увеличивает текущий совокупный спрос, поднимает реальную заработную плату, и снижает ценовую накладку.

Экономические механизмы, посредством которых изменения в политике процентной ставки оказывают влияние на занятость, порождают и фундаментальную проблему доверия к денежной политике. С одной стороны, фирмы стремятся устанавливать свои цены так, что бы поддержать в течение времени среднюю ценовую накладку, максимизирующую прибыль. С другой стороны, с точки зрения домашних хозяйств, ценовая накладка действует как налог на потребление и предложение труда, что снижает благосостояние. Следовательно, у центрального банка есть побудительный мотив, действуя в интересах домашних хозяйств, проводить экспансионистскую денежную политику, чтобы свести к минимуму налог, порождаемый ценовой накладкой. Этот мотив может быть очень сильным в ситуации, когда в обществе существует полное доверие к политике низкой инфляции, проводимой центральным банком, поскольку именно в этом случае занятость может возрасти при небольшом увеличении самой инфляции или инфляционных

ожиданий. Проблема, однако, заключается в том, что, поддаваясь этому соблазну, центральный банк подрывает доверие к себе. Если фирмы ожидают, что ценовая наценка будет постоянно сжиматься, они будут стремиться увеличивать цены, чтобы восстановить ценовую наценку, максимизирующую прибыль. Инфляция и инфляционные ожидания будут возрастать, и центральный банк еще больше будет терять доверие общества к своей способности обеспечивать низкий уровень инфляции.

Таким образом, общественность признает, что у центрального банка может возникнуть искушение проводить экспансионистскую денежную политику, чтобы снизить ценовую наценку и увеличить занятость. При определенных условиях эти сомнения общества могут возрасти и породить ожидания высокой инфляции. Такая ситуация представляет собой серьезную дилемму для денежной политики. При первоначальном целевом ориентире номинальной процентной ставки, \bar{R} , повышение ожидаемой инфляции снижает предполагаемый целевой ориентир реальной процентной ставки $\bar{r} = \bar{R} - E\pi$ и усиливает опасность инфляции, стимулируя текущий спрос и сжимая ценовую наценку. Центральный банк мог бы увеличить \bar{R} ровно на столько, чтобы компенсировать влияние возросшей ожидаемой инфляции на реальную процентную ставку. Однако нейтрализация воздействия возросших инфляционных ожиданий на целевой ориентир реальной процентной ставки не оказывает влияние на падение доверия к политике центрального банка.

Если сохраняются опасения высокой инфляции, то центральный банк должен реагировать путем увеличения своего целевого ориентира реальной процентной ставки, иначе говоря, центральный банк должен увеличить \bar{R} в большей степени, чем возросла ожидаемая инфляция $E\pi$. Более высокий целевой ориентир реальной процентной ставки противодействует опасениям роста инфляции, сдерживая текущий совокупный спрос, снижая занятость, уменьшая реальную заработную плату и увеличивая ценовую наценку. В соответствии с (3.15) жесткая денежная политика обеспечивает повышение текущей и ожидаемой будущей ценовой наценки значительно выше уровня, максимизирующего прибыль. В этом

случае фирмы поднимают свои цены в меньшей степени, чем уровень ожидаемой инфляции, в результате происходит снижение ожидаемой инфляция и восстановление доверие к способностям центрального банка обеспечивать низкие темпы инфляции.

Рост ожидаемой инфляции влечет за собой существенные издержки, поскольку игнорирование его или повышение номинальной процентной ставки достаточное только для его компенсации может способствовать дальнейшему снижению доверия к способностям центрального банка обеспечить низкий уровень инфляции. Вместе с тем увеличение целевого ориентира реальной процентной ставки для восстановления доверия к политике центрального банка увеличивает ценовую накидку и поощряет фирмы к ограничению темпов повышения цен. Это приводит к ограничению занятости, объема выпуска и потребления. Именно по данной причине центральные банки часто не стремились оперативно реагировать на повышение ожидаемой инфляции. Такого рода нерешительность может приводить к стагфляции²⁰, если возрастающая инфляция, по сути дела, поощряется недостаточно последовательной политикой процентной ставки, когда центральный банк стремится восстановить доверие к своей способности обеспечить низкую инфляцию, но, в конечном счете, способствует лишь росту безработицы.

В случае проведения центральным банком нейтральной денежной политики обеспечивается стабилизация не только на макроуровне, но и максимизируется благосостояние домашних хозяйств на микроуровне.

В подтверждение данного тезиса можно привести следующие аргументы.

Центральный банк может стабилизировать ценовую накидку только на уровне, при котором максимизируется прибыль фирм μ^* . Любые попытки центрального банка обеспечить поддержание стабильной ситуации, при которой ценовая накидка будет отклоняться от данного уровня, будут подрываться фирмами путем корректировки цен.

При осуществлении денежной политики стабилизация ценовой накидки на таком уровне вполне реальна. Политика процентной ставки позволяет сделать

²⁰ И в прошлом действительно приводила.

это, приспособившая совокупный спрос, s , к изменениям производительности труда, a , при заданной технологии $s = a \cdot n$, для того, чтобы стабилизировать занятость на уровне $n^* = \frac{1}{1 + \mu^*}$.

Предложение труда со стороны домашних хозяйств не зависит от производительности труда в ситуации, когда ценовая наценка стабилизируется на уровне, обеспечивающем максимальную прибыль. Избыток потребительских благ стимулирует домашние хозяйства увеличивать время отдыха, а более высокая реальная заработная плата, напротив, увеличивает альтернативные издержки отдыха на величину, достаточную, чтобы нейтрализовать общее воздействие производительности на предложение труда. Таким образом, благосостояние домашних хозяйств максимизируется, когда потребление изменяется вместе с изменением производительности при ценовой наценке, максимизирующей прибыль.

Благосостояние домашних хозяйств снизилось бы, если бы денежная политика допускала колебания ценовой наценки вокруг ее уровня максимизирующей прибыль. Оно было бы выше в те периоды, когда ценовая наценка, играющая роль своеобразного налога, низка. Однако этот налог, в среднем, должен столько же времени быть выше оптимального уровня, сколько и ниже этого уровня, чтобы соответствовать критерию максимизации прибыли фирмы в среднем в течение некоторого относительно длительного периода времени. В соответствии с законом убывающей предельной полезности выигрыш полезности от повышения потребления и отдыха сверх среднего уровня был бы недостаточен для компенсации потерь полезности от потребления и отдыха ниже среднего уровня.

Исходя из вышесказанного, при осуществлении нейтральной денежной политики на «естественном» уровне $n^* = \frac{1}{1 + \mu^*}$ стабилизируется занятость. По сути, при нейтральной денежной политике экономика функционирует так, как это было бы, если бы фирмы постоянно и с нулевыми затратами корректировали свои цены, чтобы стабильно поддерживать ценовую наценку на уровне, максимизирующем прибыль.

При стабилизации занятости на естественном уровне, фактический объем выпуска выходит на потенциальный уровень $y^* = a \cdot n^*$, где он может расти и колебаться вместе с изменениями производительности.

Если центральный банк своими предыдущими действиями уже обеспечил доверие общества к своей политике низкой инфляции, то последовательное проведение нейтральной денежной политики способно сохранить низкую инфляцию навсегда.

Центральный банк, осуществляя нейтральную денежную политику для поддержания низкой инфляции, тем самым создает условия для поддержания стабильности цен. При этом нет необходимости непосредственно «таргетировать» на практике ценовую накидку, максимизирующую прибыль.

Стабильность цен может поддерживаться последовательным повышением ориентира реальной процентной ставки, чтобы приостановить инфляцию, или снижением его, сдерживая дефляцию.

Целевой ориентир реальной процентной ставки \bar{r} , с помощью которого достигается ценовая стабильность, является отражением равновесной реальной процентной ставки r^* из уравнения (3.14), которая обеспечивает равновесие, соответствующее модели реального делового цикла. Стабильность цен должна поддерживаться активной процентной политикой, которая обеспечивает соответствие совокупного спроса потенциальному объему выпуска, чтобы поддерживать $\mu = \mu^*$, и движение реальной процентной ставки в соответствии с ожидаемым ростом производительности a_2/a_1 .

Наконец, осуществлению нейтральной денежной политики способствует установление целевого ориентира инфляции²¹. Будучи установленным законодательно, он способствует повышению доверия к политике поддержания низкой инфляции. Целевой ориентир достижения низкой инфляции снижает дестабилизирующее влияние ожиданий высокой инфляции или дефляции. Он дает возмож-

²¹ Более подробно использование установления целевого ориентира инфляции (таргетирования инфляции) как формы осуществления денежной политики, в том числе в условиях переходной экономики, будет рассмотрено ниже.

ность центральному банку более активно использовать инструмент процентной ставки для стимулирования экономической активности, не опасаясь повышения ожидаемой инфляции.

Резюмируя результаты исследования нового неоклассического синтеза и базирующейся на нем новой модели *IS-LM* можно прийти к следующему выводу, важному для последующего исследования: в рамках данной модели оптимальной является нейтральная денежная политика, которая стабилизирует занятость на естественном уровне, обеспечивая тем самым равенство фактического и потенциального объема производства. Нейтральной денежной политике соответствует «нейтральный темп инфляции» – некоторый положительный ориентир инфляции. При проведении нейтральной денежной политики важную роль играет стабильность низких инфляционных ожиданий, которая обеспечивается доверием к денежной политике, проводимой центральным банком. Установление целевого ориентира инфляции на уровне «нейтрального темпа инфляции» будет непосредственно влиять на уровень инфляционных ожиданий и степень доверия к способности центрального банка обеспечить низкую инфляцию. Таким образом, установление целевого ориентира инфляции – таргетирование инфляции – представляется режимом денежной политики, в наибольшей степени соответствующей идеям нового неоклассического синтеза.

Возвращаясь к проблеме применимости результатов проведенного анализа к переходной экономике, мы исходим из того, что новая модель *IS-LM*, вытекает из нового неоклассического синтеза и применима для анализа переходной экономики постольку, поскольку для этого применим сам новый неоклассический синтез. Проблемы, связанные со сложностью определения средних долгосрочных показателей макроэкономических переменных, носят не теоретический, а методический характер и успешно разрешаются по мере развития экономики.

При анализе применимости рассмотренных методов осуществления денежной политики следует лишь иметь в виду, что, как уже отмечалось в параграфе 3.1, переходная экономика более инфляциогенна, т.е. ожидаемая инфляция в ней положительна $E\pi > 0$. Вместе с тем, и в условиях переходной экономики вполне

возможно проведение денежной политики, направленной на стабилизацию ожидаемой инфляции, на некотором уровне, т.е. можно обеспечить $E\pi \approx \hat{\pi}$. Приблизительное равенство здесь означает, что при положительной величине ожидаемой инфляции в связи с наличием инфляционных шоков невозможно добиться строгого равенства ее какой-либо величине, причем чем выше уровень ожидаемой инфляции, тем более значительны будут потенциальные отклонения от какого-либо ее уровня. Вместе с тем поддержание некоторого более-менее устойчивого уровня ожидаемой инфляции даже в условиях переходной экономики при проведении политики процентной ставки позволяет влиять на уровень реальной процентной ставки $r \approx R - \hat{\pi}$, а отсюда уже легко перейти к непосредственному установлению ориентира номинальной процентной ставки: $\bar{R} = \bar{r} + \hat{\pi}$. При этом, разумеется, целевой ориентир реальной процентной будет реализовываться с какими-то колебаниями в зависимости от колебаний ожидаемой инфляции. В такой ситуации, несомненно, фирмы будут заинтересованы чаще корректировать (повышать) свои цены, добиваясь ценовой накладки, максимизирующей прибыль, что будет способствовать развитию инфляции. Однако последовательная реализация подобной политики приведет к формированию доверия общества к способности центрального банка сдерживать инфляцию, а последовательное ужесточение проводимой политики будет способствовать снижению ожидаемой инфляции и соответствующей корректировке экономического поведения фирм. Это, в конечном счете, способно привести к снижению общего инфляционного потенциала, свойственного переходной экономике.

Глава 4. СОВРЕМЕННАЯ АНТИИНФЛЯЦИОННАЯ ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА

4.1. Режимы современной денежной политики

Строгие теоретические выводы о наиболее приемлемых в современных условиях принципах построения денежной политики, вытекающие из модели нового неоклассического синтеза, не позволяют, тем не менее, безапелляционно отвергнуть другие подходы к формированию денежной политики без анализа их содержания.

В экономической литературе довольно длительное время шла дискуссия о целях денежной политики, которую в значительной степени можно свести к вопросу о том, что является главной целью денежной политики – поддержание стабильного уровня цен (низкого уровня инфляции)²² или обеспечение максимального уровня занятости и объема выпуска (см. [255]).

В принципе, эти цели, если исходить из подходов, базирующихся на традиционной кривой Филлипса, могут противоречить друг другу.

Однако следует признать, что в последние годы в данной дискуссии сложился некоторый консенсус, в соответствии с которым, важнейшей целью денежной политики признано обеспечение стабильности цен [276].

Традиционно выделяется четыре базовых режима денежной политики: таргетирование валютного курса, таргетирование денежной массы, таргетирование инфляции (инфляционное таргетирование²³) и денежная политика с неявно опре-

²² Строго говоря, поддержание стабильного уровня цен не тождественно поддержанию стабильного низкого уровня инфляции. В первом случае вокруг некоторого уровня колеблются цены, а во втором – уровень инфляции, т.е. цены постепенно изменяются. В некоторых случаях считается, что поддержание стабильного уровня цен предпочтительнее поддержания стабильного низкого уровня инфляции (см. [400]). Окончательное разрешение этой проблемы во всех нюансах возможно двумя путями. Во-первых, накоплением практического опыта, поскольку здесь единственным в истории примером реализации целевой установки поддержания стабильного уровня цен пока является Швеция 30-х годов XX века; во-вторых, определением критериев и величины оптимального уровня инфляции. Если этот уровень будет положительным, пусть даже очень небольшим, то тогда стабильность цен неизбежно будет связана с некоторым низким уровнем инфляции.

²³ В российской экономической литературе, благодаря серии статей С.Р. Моисеева [61; 62; 63], большее распространение получил термин «инфляционное таргетирование», а термин «таргетирование инфляции» используется значительно реже (см. [53]). При всей условности подобной

деленными целями (неявным номинальным якорем) [320].

Необходимым элементом успешной денежной политики является номинальный якорь, который представляет собой некоторое условие, ограничивающее изменение стоимости национальной валюты. С практической точки зрения это помогает обеспечить стабильность цен, поскольку непосредственно способствует сдерживанию инфляционных ожиданий.

Вместе с тем номинальный якорь может быть рассмотрен в более широком контексте, который позволяет трактовать его как некоторое ограничение, налагаемое на дискреционную политику центрального банка. Такое ограничение снижает остроту проблемы временной несогласованности денежной политики, что повышает вероятность достижения в долгосрочном периоде стабильности цен. Сама по себе проблема временной несогласованности возникает вследствие того, что при проведении экономической политики возникают побудительные мотивы к достижению краткосрочных целей даже тогда, когда результатом будет неудовлетворительная ситуация в долгосрочном периоде. Например, экспансионистская денежная политика будет способствовать более высоким темпам экономического роста и занятости в краткосрочном периоде, поэтому возникают стимулы к проведению такой политики, однако это не приведет к повышению темпов роста и занятости в долгосрочном периоде. Последнее объясняется тем, что экономические агенты, реагируя на экспансионистскую политику, корректируют в сторону повышения свои ожидания, касающиеся заработной платы и цен. При этом несомненно, что в долгосрочном периоде экспансионистская денежная политика приведет к повышению инфляции с негативными последствиями для экономики.

Вообще сама по себе проблема временной несогласованности не предполагает, что центральный банк будет проводить экспансионистскую политику, которая приведет к инфляции [310]. Риск заключается в том, что, даже если центральный банк осознает эту проблему, то на него может быть оказано политическое давление, например, в связи с приближающимися выборами, с целью вынудить

дискуссии последний термин представляется более точным, поскольку точно определяет объект таргетирования. В первом же случае должно предполагаться «таргетирование с помощью инфляции», т.е. достижение какого-то иного показателя с помощью инфляции.

проводить чрезмерно экспансионистскую денежную политику. Таким образом, даже если источник проблемы временной несогласованности находится за пределами центрального банка, именно номинальный якорь может оказаться необходимым, чтобы ограничить политическое давление, имеющее своей целью проведение чрезмерно экспансионистской денежной политики.

Исторически наиболее древним режимом денежной политики является таргетирование валютного курса. В случае если оно принимает форму привязки стоимости национальной валюты к золоту, то мы получаем золотой стандарт. Впоследствии таргетирование валютного курса, как способ поддержания стабильности цен, проявлялось в режимах фиксированного валютного курса, предполагавших привязку стоимости национальной валюты к стоимости валюты большой страны с низкой инфляцией. Другая возможность состояла в том, что вместо привязки валюты к валюте другой страны, страна принимает систему изменяемого фиксированного валютного курса, при котором ее валюта обесценивается настолько, насколько у нее будет выше инфляция по сравнению со страной, к валюте которой осуществляется привязка.

Таргетирование валютного курса имеет целый ряд преимуществ. Во-первых, номинальный якорь целевого показателя валютного курса фиксирует темп инфляции для торгуемых товаров, и таким образом содействует непосредственному контролю над инфляцией. Во-вторых, если существует доверие к целевому показателю валютного курса, это привязывает инфляционные ожидания к темпу инфляции в той стране, к валюте которой привязана национальная валюта. В-третьих, таргетирование валютного курса обеспечивает автоматическое правило для проведения денежной политики, которое решает проблему временной несогласованности. В соответствии с этим правилом денежная политика становится более жесткой, когда возникает тенденция к обесценению национальной валюты, или, напротив, ослабляется, когда возникает тенденция к повышению курса национальной валюты. Таким образом, при осуществлении денежной политики центральный банк не имеет той неограниченной свободы, которая может привести к чрезмерной экспансионистской политике с целью достижения каких-либо успе-

хов в росте уровня занятости, что породит вновь проблему временной несогласованности. Наконец, в-четвертых, таргетирование валютного курса обладает важным преимуществом простоты и ясности, что делает этот режим вполне понятным для общественности.

Наиболее жестким и строгим вариантом таргетирования валютного курса является валютное правление (currency board), требующее, чтобы денежные власти были готовы обменивать национальную валюту на иностранную по определенному фиксированному курсу, когда бы это не потребовалось. Для того, чтобы соответствовать этим требованиям, как правило, необходимо иметь иностранные резервы, покрывающие объем национальной валюты более, чем 100%, и не позволять денежным властям никакой свободы действий.

Однако, несмотря на столь заметные положительные черты, присущие режиму таргетирования валютного курса, этот режим, как показывает мировой опыт, порождает и серьезные проблемы. Во-первых, существование целевого ориентира валютного курса приводит к потере независимости денежной политики. При межстрановой мобильности капитала таргетирование валютного курса вызывает привязку процентных ставок к процентным ставкам «страны-якоря». В этом случае теряется возможность использовать денежную политику, чтобы реагировать на внутренние шоки, которые происходят независимо от шоков стране, к валюте которой осуществлена привязка. Более того, при использовании данного режима денежной политики шоки будут непосредственно передаваться в страну, осуществляющую политику таргетирования валютного курса, поскольку изменения в процентных ставках за границей («в стране-якоря») будут приводить к изменениям национальных процентных ставок.

Вторая проблема, связанная с таргетированием валютного курса, заключается в том, что этот режим оставляет страны, его применяющие, открытыми для спекулятивных атак на их валюты²⁴. Проведение «страной-якорем» жесткой денежной политики, означает, что страны, осуществляющие привязку своей валюты, подвергаются негативному шоку спроса, который приводит к снижению

²⁴ Впервые на это обстоятельство было обращено внимание в [357].

темпов экономического роста и росту безработицы. В таком случае может оказаться вполне допустимо продолжать фиксацию валютного курса, однако в подобной ситуации у экономических агентов (прежде всего валютных спекулянтов) могут возникнуть сомнения, в том насколько последовательно страны будут придерживаться избранного режима денежной политики, насколько они будут готовы принять высокий уровень безработицы, как следствие поддержания процентных ставок на высоком уровне. В такой ситуации спекулянты могут ожидать лишь обесценения «привязанных» валют и действовать соответствующим образом: продавать валюту и тем самым содействовать падению ее курса.

Опыт развитых стран показывает, что, во-первых, установление целевого ориентира валютного курса еще не гарантирует, что эта идея будет реализовываться твердо и последовательно; а во-вторых, издержки снижения темпов экономического роста вследствие использования режима таргетирования валютного курса в сочетании с потерей возможности проведения независимой денежной политики могут оказаться очень высоки.

Последствия таргетирования валютного курса для развивающихся стран могут быть менее ясными, поскольку потери этих стран и при проведении независимой денежной политики могут оказаться довольно значительными. Последнее объясняется тем, что в развивающихся странах слабо развиты многие политические и экономические институты, которые позволяют успешно использовать дискреционную денежную политику, более того в подобной ситуации проведение независимой денежной политики может привести к тому, что потери окажутся значительно больше, нежели выгоды. В такой ситуации для развивающихся стран может оказаться меньшим злом привязать свою денежную политику к какой-либо крупной стране, например, США, через таргетирование валютного курса, нежели проводить свою собственную денежную политику.

Вместе с тем использование режима таргетирования валютного курса в развивающихся странах имеет еще один существенный недостаток, который делает его очень опасным для данной группы стран. Таргетирование валютного курса подрывает финансовую устойчивость экономики и делает весьма возмож-

ным возникновение полномасштабного валютного кризиса, который может оказаться весьма разрушительным для экономики (см. [319]).

Разумеется, проблема финансовых кризисов имеет самостоятельное значение, которое выходит далеко за рамки настоящего исследования²⁵. Однако выскажем некоторые соображения, касающиеся возможностей их возникновения при использовании страной режима таргетирования валютного курса.

Особенностью многих развивающихся стран является то, что, не будучи уверенными в устойчивости национальной валюты, экономические агенты (банки, нефинансовые организации и государство) считают, что намного проще и надежнее выпускать долговые бумаги, номинированные в иностранной валюте. Введение режима таргетирования валютного курса может еще больше стимулировать экономических агентов действовать подобным образом.

Однако если при режиме таргетирования валютного курса происходит обесценение национальной валюты, то оно происходит скачкообразно, поскольку предполагает девальвацию. В большинстве развитых стран девальвация имеет относительно небольшое влияние на положение экономических агентов, поскольку их долги выражены в национальной валюте. Более того, девальвация может стимулировать экономическую активность, поскольку она делает национальные товары более конкурентоспособными, увеличивая чистый экспорт и совокупный спрос.

В развивающихся странах при долговых контрактах, выраженных в иностранной валюте, девальвация национальной валюты приводит к возрастанию долгового бремени экономических агентов. Вместе с тем, поскольку активы обычно выражены в национальной валюте, не происходит одновременного роста активов, следовательно, девальвация приводит к существенному ухудшению балансов и уменьшению собственного капитала предприятия, что в свою очередь, означает, что сокращение эффективного обеспечения и снижение защиты кредиторов. В результате они сокращают кредитование, что ведет к снижению инве-

²⁵ См., например [65; 193; 318]. Огромный поток литературы вызвал современный мировой финансовый кризис: [1; 2; 22; 34; 50; 121].

стиций и экономической активности. Обесценение национальной валюты может привести и к ухудшению баланса банковского сектора. В развивающихся странах банки обычно имеют много краткосрочных обязательств, выраженных в иностранной валюте, которые значительно дорожают после обесценения национальной валюты. Если при этом возникшие проблемы приводят к неплатежеспособности фирм и домашних хозяйств, то это также означает потери в активах банковских балансов.

Еще одна опасность использования таргетирования валютного курса в развивающихся странах состоит в том, что хотя первоначально таргетирование валютного курса является успешным средством снижения инфляции, однако успешная спекулятивная атака может привести к восстановлению инфляции. Поскольку многие развивающиеся страны уже переживали периоды высокой или неустойчивой инфляции, то крайне маловероятно, что их центральные банки имеют репутацию последовательных борцов с инфляцией. Следовательно, резкое обесценение национальной валюты после спекулятивных атак, может немедленно привести к давлению на цены и к значительному росту как фактической, так и ожидаемой инфляции.

Рост ожидаемой инфляции после успешных спекулятивных атак против валюты развивающейся страны становится самостоятельным фактором обострения финансового кризиса, поскольку означает резкий рост процентных ставок. Это ведет к громадному росту процентных платежей для фирм, еще более ослабляя их экономическое положение.

Наконец, третья потенциальная опасность, вытекающая из таргетирования валютного курса, связана с тем, что, обеспечивая большую стабильность стоимости национальной валюты, этот режим снижает потенциальный риск для иностранных инвесторов и стимулирует приток капитала. Этот приток капитала мог бы быть направлен в производственные инвестиции и стимулировать тем самым экономический рост. Однако в действительности дополнительный приток капитала в развивающиеся страны, как правило, устремляется в банковский сектор. В такой ситуации при слабом банковском надзоре создаются условия для кредитно-

го бума, что приводит к значительным потерям займов и ухудшению банковских балансов.

Еще один недостаток режима таргетирования валютного курса состоит в том, что его использование ослабляет ответственность людей, проводящих экономическую политику. Особенно это касается развивающихся стран. Последнее объясняется тем, что исчезает важный сигнал, который может помочь противодействовать чрезмерно экспансионистскому характеру денежной политики. Таким сигналом являются цены долгосрочных облигаций. В случае возникновения опасности сверхэкспансионистской денежной политики возникают опасения инфляции, и цены долгосрочных облигаций обваливаются, и долгосрочные процентные ставки устремляются вверх. Так происходит в развитых странах, однако во многих развивающихся странах рынок долгосрочных облигаций не существует, и в них лишь ежедневные колебания валютного курса могут дать аналогичный предупреждающий сигнал. Таким образом, валютный рынок может оказывать сдерживающее влияние как на действия центрального банка, так и ослаблять политическое давление на центральный банк с целью добиться проведения экспансионистской политики.

В подобной ситуации чрезмерно экспансионистская денежная политика долго остается незаметной, зачастую, пока не становится слишком поздно после того, как уже произошла успешная спекулятивная атака на валюту. Эта проблема, связанная с недостаточной ответственностью центрального банка при проведении режима таргетирования валютного курса, особенно остра в развивающихся странах, где информация о деятельности центрального банка не очень доступна общественности. И хотя складывается впечатление, что фиксация валютного курса создает некие правила поведения центрального банка, что решает проблему временной несогласованности, однако в действительности она может ее еще более обострять, поскольку действия центрального банка становятся менее прозрачными и менее ответственными.

В таком случае проблема повышения ответственности за поддержание выбранного ориентира валютного курса может быть решена путем введения валют-

ного правления. Это, несомненно, более сильное обязательство по сравнению с обычной фиксацией валютного курса, однако валютное правление лучше способно предотвращать спекулятивные атаки на национальную валюту, нежели временная фиксация валютного курса, хотя и оно создает свои проблемы.

При осуществлении валютного правления центральный банк не контролирует денежную политику, поэтому трудно препятствовать проведению жесткой денежной политики. Более того, поскольку валютное правление не позволяет центральному банку создавать деньги и кредитовать другие банки, оно ограничивает способности центрального банка выступать в качестве кредитора последней инстанции, и, следовательно, для борьбы с возможным банковским кризисом должны использоваться другие средства.

Вместе с тем, несмотря на проблемы, порождаемые валютным правлением, оно может оказаться единственным способом для того, чтобы сломать сложившуюся в обществе «инфляциогенную» психологию и изменить ситуацию так, чтобы она не вела к новым кругам высокой инфляции. Таким образом, введение валютного правления могло бы быть необходимым шагом, для контроля над инфляцией в странах, где нужны очень сильные «дисциплинирующие» меры для правительства и центрального банка.

Для многих стран таргетирование валютного курса, в том числе и в форме валютного правления, не пригодно для использования в качестве режима денежной политики, либо в силу значительных масштабов экономики, либо в силу того, что отсутствует страна, чья валюта может служить в качестве номинального якоря. Следовательно, для таких стран необходим другой режим денежной политики, одним из вариантов, которого может быть таргетирование денежной массы.

Главным преимуществом таргетирования денежной массы над таргетированием валютного курса состоит в том, что оно позволяет центральному банку проводить свою собственную денежную политику в соответствии со своими представлениями о конкретных задачах денежной политики. Таргетирование денежной массы дает возможность центральному банку, с одной стороны, ставить те или иные задачи по сдерживанию инфляции, не обращая внимания на то, как эти

задачи ставятся и реализуются в других странах, а с другой стороны, оно позволяет предпринимать какие-то действия в случае нежелательных изменений объема выпуска. Как и в случае таргетирования валютного курса, информация о достижении центральным банком своих целей становится известной практически немедленно: данные о величинах денежных агрегатов обнародуются с определенной периодичностью с очень небольшим отставанием, обычно в пределах двух недель. Таким образом, целевые ориентиры денежной массы могут служить оперативным источником информации и для общественности и для рынков о положении на денежном рынке и о стремлении творцов денежной политики держать инфляцию под контролем. Эта информация также может помочь фиксировать инфляционные ожидания и, в конечном счете, снизить инфляцию. Введение целевых ориентиров денежной массы имеет и еще одно преимущество: оно позволяет обеспечить ответственность денежной политики за поддержание низкого уровня инфляции и предотвратить возникновение временной несогласованности при проведении денежной политики.

Вместе с тем все отмеченные выше преимущества таргетирования денежной массы зависят от двух очень важных условий. Первое и, пожалуй, главное из них состоит в том, что должна существовать сильная и устойчивая связь между переменной конечной цели (инфляция или номинальный доход) и соответствующим агрегатом денежной массы, который выбран в качестве целевого ориентира. Если же существует нестабильность скорости денежного обращения, так что связь между денежным агрегатом и целевой переменной слаба, тогда таргетирование денежной массы перестает быть эффективным. Слабая связь означает, что достижение целевого ориентира денежной массы не будет производить необходимое воздействие на целевую переменную (инфляцию и номинальный доход). В результате таргетирование денежной массы не будет способствовать фиксации инфляционных ожиданий и, соответственно, не сможет стать инструментом для определения ответственности центрального банка за проводимую денежную политику. Именно такая потеря связи между денежными агрегатами и целевыми переменными, такими как инфляция и номинальный доход, как считают многие

исследователи (см. например, [245, p. 15-17]), произошел в США, и может стать проблемой и в других странах, которые еще продолжают проводить политику таргетирования денежной массы.

Другое важное условие состоит в том, что таргетируемый агрегат денежной массы должен хорошо контролироваться со стороны центрального банка. Если этого не будет, то и в данном случае будет невозможно получить ясную информацию о намерениях проводимой денежной политики, и, следовательно, трудно будет устанавливать ответственность центрального банка за его действия. Не подлежит сомнению, что центральный банк может легко контролировать узкие агрегаты денежной массы, например, наличные деньги (агрегат M0), однако, все далеко не так просто ясно с такими денежными агрегатами как M2 или M3.

В конечном счете, проблемы, порождаемые несоблюдением, полностью или частично, отмеченных выше условий объясняют, почему даже наиболее активные сторонники таргетирования денежной массы не поддерживают жестко свои целевые диапазоны, но в значительной степени допускают выходы за их пределы в течение длительных промежутков времени. Более того, неустойчивая связь между денежными агрегатами и целевыми переменными ставит вопрос о способности таргетирования денежной массы служить средством информирования общественности, которое может сделать более понятной денежную политику и повысить ответственность центрального банка за свои действия.

Вообще, когда в 70-е годы XX века таргетирование денежной массы было принято некоторыми странами в качестве режима денежной политики, его форма существенно отличалась от предложенного М. Фридманом правила постоянных темпов роста денежной массы, в соответствии с которым выбранный денежный агрегат должен увеличиваться с постоянной скоростью. Фактически в этих странах никогда не соблюдали жесткие правила увеличения денежной массы. Некоторые страны (США, Канада, Великобритания) в значительной степени занимались своеобразной игрой, в рамках которой они таргетировали многие агрегаты денежной массы, при этом не всегда объявляли целевые ориентиры, применяли искусственные средства для сдерживания роста соответствующего денежного аг-

регата, часто пересматривали целевые ориентиры и скрывали причины, вследствие которых происходили отклонения от целевых агрегатов денежной политики.

Таргетирование денежной массы в этих странах не привело к решающим успехам в контроле над инфляцией. Здесь можно выделить две причины. Одна из них состоит в том, что таргетирование денежной массы проводилось неправильно, и, следовательно, у него не было никаких шансов на успех. Вторая заключается в том, что возрастающая неустойчивость связи между денежными агрегатами и целевыми переменными означала, что эта стратегия изначально была обречена на неудачу и не применялась на практике последовательно и точно, поскольку это было бы ошибкой.

Вместе с тем можно выделить две страны, которые в течение длительного времени официально проводили таргетирование денежной массы – Германия и Швейцария. Тот факт, что эти страны достигли значительных успехов в контроле над инфляцией, является серьезным аргументом в пользу возможности использования данного режима денежной политики. Во всяком случае, при подготовке введения евро именно таргетирование денежной массы рассматривалось как режим денежной политики для Европейского центрального банка.

Однако следует иметь в виду, что варианты таргетирования денежной массы, реализованные в этих странах, оказались довольно далеки от монетарного правила фридмановского типа, где денежный агрегат растет с постоянным темпом и, по сути, является краеугольным камнем денежной политики. Вместо этого таргетирование денежной массы рассматривалось, прежде всего, как метод взаимосвязи между стратегическими аспектами денежной политики, которая сосредоточена на долгосрочных проблемах, и контролем над инфляцией. В этом случае расчет целевых интервалов денежного агрегата становится неким публичным действием. Прежде всего, явно определяется количественный уровень инфляции, который играет решающую роль при определении пределов целевого ориентира денежной массы. Затем для корректировки целевого темпа роста денежного агрегата используются оценки роста потенциального объема выпуска и тенденций

изменений скорости денежного обращения. На практике таргетирование денежной массы оказывалось очень гибким, отклонение целевого показателя от первоначально обусловленных параметров доходило до 50% поскольку, например Бундесбанк обращал внимание и на другие макроэкономические параметры, такие как объем выпуска и валютный курс. Кроме того, постоянно корректировался и ориентир инфляции, который использовался при определении темпов роста денежной массы.

Следует также иметь в виду, что режимы денежной политики, осуществлявшиеся в Германии и Швейцарии, демонстрировали большое стремление обеспечить понимание широкой общественностью стратегии денежной политики. Сами целевые показатели роста денежной массы постоянно использовались центральными банками в качестве отправной точки в публикациях и публичных выступлениях официальных представителей для объяснения общественности целей, которые они стремятся достигнуть. В условиях, когда показатели роста денежной массы значительно отклонялись от своих целевых ориентиров, идея таргетирования денежной массы в большей степени может рассматриваться как некий механизм, с помощью которого наилучшим образом обеспечивается доведение до общественности того, как конкретно проводится денежная политика, чтобы достигнуть поставленных целей сдерживания инфляции, и как средство повышения ответственности центрального банка за проводимую денежную политику.

В целом из успешных примеров таргетирования денежной массы можно сделать два основных вывода. Во-первых, данный режим денежной политики может ограничить инфляцию в долгосрочном периоде даже в том случае, если допускаются существенные отклонения темпов роста денежной массы от установленного целевого ориентира. Иными словами, соблюдение правил жесткой денежной политики не было необходимым для достижения хороших результатов в борьбе с инфляцией. Во-вторых, основной причиной того, что таргетирование денежной массы привело к хорошим результатам, несмотря на частое отклонение от целевых показателей, стало то, что ориентиры денежной политики ясно декла-

рировались, а центральные банки активно занимались разъяснением своей политики перед общественностью, подчеркивая ясность денежной политики и ответственность центрального банка.

В последние десятилетия еще одним фактором, повлиявшим на распространность режима таргетирования денежной массы, стала глобализация финансовых рынков, вследствие которой к шокам, связанным с колебаниями спроса на деньги, добавились шоки, связанные с предложением денег. И хотя в наибольшей степени приток и отток капитала влияют на финансовые рынки, тем не менее, рост неопределенности, связанный с ними затрудняет поддержание целевого ориентира денежной массы. В числе стран, наиболее успешно реализующих режим таргетирования денежной массы, оказались страны, которые, в силу особенностей своего экономического развития, слабо подвержены резким колебаниям притока или оттока капитала.

Вообще ключевые элементы успешной реализации режима таргетирования денежной массы в Германии и Швейцарии – гибкость, прозрачность ответственность – являются важными элементами политики таргетирования инфляции. Таким образом, на практике денежная политика в этих странах оказывается ближе к таргетированию инфляции, нежели к таргетированию денежной массы в духе М. Фридмана.

Очевидно, последним и объясняется продолжение политики таргетирования денежной массы, в то время как многие страны, убедившись в разрыве связи между агрегатами денежной массы и инфляцией, стали использовать в качестве режима денежной политики режим таргетирования инфляции²⁶.

Таргетирование инфляции включает несколько базовых элементов:

- публичное объявление среднесрочных целевых показателей темпов инфляции;
- институциональное определение стабильности цен как главной цели денежной политики, которой должны быть подчинены все другие цели;

²⁶ Как уже было отмечено ранее, именно режим таргетирования инфляции вытекает из нашей макроэкономической модели как оптимальный режим денежной политики. В связи с этим теоретические основы режима таргетирования инфляции будут более подробно рассмотрены в следующем параграфе. В данном параграфе мы остановимся лишь на самых общих отличительных чертах таргетирования инфляции в сравнении с другими режимами денежной политики.

- в информации, определяющей стратегию, должно присутствовать большое количество макроэкономических переменных, причем не только валютный курс или агрегаты денежной массы;
- возрастающая прозрачность денежной политики через информированность общественности и рынков о планах, целях и решениях денежных властей;
- возросшая ответственность ЦБ за достижение своих целей в области сдерживания инфляции (см. [175; 321, р. 1-2]).

Сравнивая таргетирование инфляции с другими режимами денежной политики, можно заметить, что этот режим, в отличие от таргетирования валютного курса, но подобно таргетированию денежной массы, дает возможность при проведении денежной политике сосредоточиться на внутренних вопросах и реагировать на шоки национальной экономики [238].

Таргетирование инфляции также имеет то преимущество, что шоки скорости денежного обращения не имеют для него большого значения, поскольку стратегия денежной политики не опирается на стабильную связь между денежной массой и инфляцией. На практике таргетирование инфляции позволяет денежным властям использовать всю доступную информацию, а не только какую-то одну переменную, для того, чтобы определить лучшие параметры для денежной политики.

Таргетирование инфляции, как и таргетирование валютного курса, имеет еще одно важное преимущество – оно очень понятно для общественности. По сравнению с целевыми ориентирами инфляции ориентиры денежных агрегатов воспринимаются обществом значительно труднее.

Ясность количественно определенного целевого ориентира инфляции приводит к тому, что возрастает ответственность денежных властей, прежде всего центрального банка, поскольку информация о достижении или недостижении установленных целевых ориентиров инфляции быстро становится достоянием общества. При этом таргетирование инфляции также может способствовать снижению вероятности попадания центрального банка в «ловушку» временной несогласованности, когда он будет стремиться расширять производство и увеличивать

занятость, проводя чрезмерно экспансионистскую денежную политику. В условиях, когда проблема временной несогласованности является следствием политического давления на центральный банк, ключевое преимущество таргетирования инфляции состоит в том, при данном режиме политические дискуссии могут быть в большей степени сведены к вопросу о том, что центральный банк может сделать в долгосрочном периоде (т.е. к контролю над инфляцией), нежели к тому, что он не может сделать (постоянно увеличивать темпы экономического роста и количество рабочих мест посредством экспансионистской денежной политики).

Вообще, несмотря на рассуждения о необходимости обеспечения стабильности цен на практике все страны, реализующие режим таргетирования инфляции, выбрали в качестве целевого показателя темп инфляции, а не уровень цен. Кроме того, все страны, проводящие эту политику, выбрали в качестве некоторой средней точки своих целевых ориентиров инфляции величины, которые существенно выше нуля. Такое решение: отказ от таргетирования уровня цен и выбор в качестве целевых ориентиров положительных темпов инфляции, - отражает мнение, что слишком низкая инфляция может иметь существенный негативное воздействие на реальную экономическую активность²⁷.

Поскольку существуют еще и опасения дефляции, которая вызывает финансовую нестабильность и инициирует спад экономической активности, то таргетирование инфляции при целевом ориентире темпов инфляции выше нуля снижает и вероятность дефляции. При этом поддержание целевого ориентира инфляции немного выше нуля даже в течение длительного периода не приводит к нестабильности инфляционных ожиданий или к снижению доверия к центральному банку.

Еще одна важная отличительная черта таргетирования инфляции состоит в том, что этот режим денежной политики не игнорирует и традиционные цели стабилизации. Центральные банки в странах, реализующих режим таргетирования инфляции, высказывают свою озабоченность колебаниями занятости и объема

²⁷ Проблема издержек и выгод инфляции и определения оптимального уровня инфляции будет рассмотрена ниже.

выпуска, более того и некоторая способность приспосабливаться к краткосрочным задачам стабилизации встроена во все модели таргетирования инфляции. Страны, переходящие к режиму таргетирования инфляции, приняли своеобразный градуалистский подход к снижению темпов инфляции для того, чтобы минимизировать спад объема выпуска, постепенно снижая среднесрочные целевые ориентиры инфляции и приближаясь к долгосрочному ориентиру.

Кроме того, при определении целевого ориентира инфляции должны быть очень точно определены его верхняя и нижняя границы, что, в свою очередь, будет способствовать стабилизации экономики в случае снижения совокупного спроса. Таргетирование инфляции способно повысить гибкость действий центрального банка и его возможности реагировать на снижение совокупных расходов, поскольку снижение совокупного спроса, которое приведет к падению темпов инфляции ниже нижней границы целевого диапазона, будет автоматически побуждать центральный банк ослаблять денежную политику, не опасаясь, что его действия приведут к росту инфляционных ожиданий.

Еще один элемент гибкости, присущий режиму таргетирования инфляции, состоит в том, что в случае шоков предложения допускаются отклонения от установленных целевых ориентиров инфляции. Во-первых, сам индекс цен, на основании которого официально устанавливаются целевые ориентиры инфляции, часто определяется так, чтобы исключить или, по меньшей мере, снизить воздействия шоков предложения. Например, официальный индекс цен, являющийся объектом таргетирования, может не включать цены на некоторые продовольственные и энергоносители или не учитывать влияние на величину индекса изменений косвенных налогов, условий международной торговли или прямого воздействия изменений процентной ставки (например, через арендные платежи). Во-вторых, реагируя на шоки предложения (например, на рост налога на добавленную стоимость) или предвидя их, центральному банку приходится сначала отклониться от своей планируемой политики, поскольку это становится необходимым, а затем объяснить общественности причины своих действий.

Режим таргетирования инфляции также оказывает большое влияние на

формирование политики открытости центрального банка, в частности на регулярное общение с общественностью. Разумеется, центральный банк в любой стране постоянно поддерживает контакты с правительством и в соответствии требованиями закона и «в рабочем порядке». Во многих странах официальные лица используют каждую возможность выступить публично для разъяснения по вопросам стратегии проводимой денежной политики. Однако центральные банки стран, осуществляющих таргетирование инфляции, поднимают программу связей с общественностью на принципиально новый уровень: они не только проводят широкие публичные информационные кампании, распространяя брошюры о своей деятельности, но и выпускают специальные издания – Отчеты об инфляции.

Все эти каналы связи используются центральными банками в странах, применяющих таргетирование инфляции для того, чтобы объяснить общественности, участникам финансовых рынков и политикам следующее: 1) цели и ограничения денежной политики, включая основную причину перехода к таргетированию инфляции; 2) количественные величины целевых ориентиров инфляции и то, как они были определены; 3) как эти ориентиры должны быть достигнуты при существующих экономических условиях; 4) причины для каких-либо отклонений от целевых ориентиров. Все приводит к повышению качества планирования деятельности фирм в частном секторе, поскольку снижается неопределенность их представлений о денежной политике, процентных ставках и инфляции. Одновременно в силу большей информированности общества эти шаги порождают и достаточно широкие политические дебаты о проблемах денежной политике.

Вместе с повышением информированности общественности при осуществлении режима таргетирования инфляции возрастает и ответственность центрального банка²⁸. Успешная реализация денежной политики, о которой можно судить по достижению и поддержанию предварительно объявленного и вполне определенного целевого ориентира инфляции может стать инструментом создания общественной поддержки для обеспечения независимости центрального банка и его

²⁸ В Новой Зеландии правительство имеет право снять с должности управляющего Резервного Банка в случае, если целевой ориентир инфляции не будет выполнен даже в течение одного квартала.

политики.

Практика реализации режимов таргетирования инфляции показала неплохие результаты (см. [214]). Страны, применяющие этот режим, в целом, значительно сократили и темп инфляции и инфляционные ожидания, которые возникли бы в отсутствии целевых ориентиров.

Вместе с тем следует иметь в виду, что влияние таргетирования инфляции на реальные экономические показатели не всегда ясно. С точки зрения экономической теории обязательство центрального банка снизить и контролировать инфляцию должно поднять доверие к его политике и, следовательно, уменьшить инфляционные ожидания и убытки от снижения реального объема выпуска, порождаемые дезинфляцией. Однако практика пока не дает строгого подтверждения этого предположения²⁹.

В целом, некоторое беспокойство, связанное с таргетированием инфляции, заключается в том, что этот режим денежной политики может вести к низким и нестабильным темпам роста объема выпуска и занятости. Действительно, в период снижения темпов инфляции может происходить и снижение объема выпуска ниже нормального (естественного) уровня, однако после того как целевой уровень инфляции достигается, объем производства и занятость должны возвратиться к уровням, по меньшей мере, столь же высоким, которые были до этого. В связи с этим напрашивается вывод, что таргетирование инфляции, по крайней мере, не вредит реальной экономике. Вместе с тем в некоторых странах после снижения темпов инфляции возобновляется устойчивый экономический рост, т.е. можно заключить, что в дополнение к контролю над инфляцией таргетирование инфляции способствует экономическому росту.

Говоря о слабостях таргетирования инфляции, следует отметить, что в литературе выделяется ряд недостатков, присущих данному режиму денежной политики [321, р. 4-6]. С одной стороны, отмечается, что таргетирование инфляции налагает жесткие ограничения на действия денежных власти и не позволяет им

²⁹ Авторы одного из исследований отмечают, что вполне возможно положительные последствия таргетирования инфляции более полно проявятся в будущем [158, р. 17].

предпринимать необходимые меры в ответ на какие-то неожиданные изменения (шоки) в экономическом развитии. С другой стороны, высказывается мнение, что данный режим, напротив, предоставляет центральным банкам слишком много свободы, не обеспечивая возможности для общественного контроля за их деятельностью. Подобного рода критика представляет собой определенные отголоски того, что обсуждается в более широкой дискуссии, посвященной тому, какой должна быть политика центрального банка – «правила против свободы действий» [rules-versus-discretion].

В связи с этим представляется, что трактовка таргетирования инфляции как некоторого жесткого правила проведения денежной политики является не вполне корректной. Это может быть объяснено той дихотомией, которую породила дискуссия «правила против свободы действий». Как справедливо отмечает Ф. Мишкин [320, p. 25-26], эта дихотомия между правилами и свободой действий может легко ввести в заблуждение. Практика показывает, что успешные стратегии денежной политики являются стратегиями, в которых присутствует оценка перспектив экономического развития, и поэтому они сдерживают денежные власти от систематического использования мер, которые будут иметь нежелательные последствия долгосрочной перспективе. Такого рода стратегии могут быть определены как стратегии с «ограниченной свободой выбора».

Все это в полной мере может быть отнесено и к режиму таргетирования инфляции. Во-первых, он не дает простых и категоричных инструкций, описывающих как центральный банк должен проводить денежную политику. Таргетирование инфляции никогда не требует, чтобы центральный банк сосредотачивался только на ключевой переменной и не обращал внимание на все остальное. Во-вторых, таргетирование инфляции при его применении содержит в себе значительный уровень свободы действий в проведении экономической политики, сами целевые ориентиры инфляции может быть в зависимости от сложившихся обстоятельств. В таких условиях центральный банк оставляет себе значительную свободу действий для того, чтобы реагировать на экономический рост и колебания объема выпуска, используя имеющиеся в его распоряжении средства.

Вместе с тем, несмотря на свою гибкость, таргетирование инфляции не является примером реализации политики свободы действий. Более того, в связи с прозрачностью данного режима возрастающая степень ответственности центрального банка еще более ограничивает свободу его действий, что положительно сказывается на решении проблемы временной несогласованности.

Однако, оценивая степень ответственности центрального банка при осуществлении режима таргетирования инфляции, может показаться, что она будет меньше, чем при других режимах денежной политики, поскольку центральному банку трудно непосредственно контролировать инфляцию, так как существуют длительные временные лаги между какими-то действиями центрального банка и их влиянием на инфляцию³⁰. Действительно, в отличие от валютного курса или агрегатов денежной массы центральному банку формально более сложно контролировать инфляцию, однако при обоснованном прогнозировании инфляции удастся добиться доверия к политике центрального банка и тем самым обеспечивать достижение целевых ориентиров инфляции.

Наконец, еще одним вариантом осуществления режима денежной политики является денежная политика с неявным номинальным якорем.

Наиболее ярким примером этого режима являются США, которые добились низкого и стабильного уровня инфляции, не используя явного номинального якоря, в виде валютный курс, агрегата денежной массы или целевого ориентира инфляции. Однако следует отметить, что хотя ФРС не объявляла какой-либо явной стратегии проведения денежной политики, однако можно говорить о существовании подобной стратегии. Представляется, что эта стратегия включает скрытый номинальный якорь в форме заботы ФРС, прежде всего, о контроле над инфляцией в долгосрочном периоде. Реализация этой стратегии включает поведение, ориентированное на будущее, при котором внимательно контролируются все возможные признаки будущей инфляции и в случае угрозы осуществляются необходимые действия в рамках проводимой денежной политики.

Как уже отмечалось выше, существуют длинные лаги между какими-либо

³⁰ На эту проблему обращал внимание еще в 1960 году М. Фридман (см. [129, с. 113-114]).

действиями в рамках проводимой денежной политики и их влиянием на экономику. Существование длинных лагов означает, что денежная политика не может ждать, пока инфляция явно проявит себя, и только потом предпринимать какие-то меры. Если бы центральный банк ожидал явных признаков инфляции, то было бы слишком поздно для поддержания стабильности цен. В любом случае это было бы невозможно сделать без значительного ужесточения денежной политики. Это объясняется тем, что инфляционные ожидания уже включены в процесс ценообразования и формирования уровня заработной платы, создавая инфляционный импульс.

Для предотвращения раскручивания инфляции денежная политика должна быть ориентированной на перспективу и носить превентивный характер, т.е., в зависимости от продолжительности лагов влияния на инфляцию изменений денежной политики, последняя должна эффективно действовать до того как в экономике возникнет инфляционное давление.

Превентивная стратегия денежной политики – это, несомненно, характерная черта таргетирования инфляции, поскольку инструменты денежной политики приспособляются, чтобы могли быть учтены длинные лаги их влияния на инфляцию и обеспечено достижение будущих целевых ориентиров инфляции. В связи с этим режим денежной политики США, который, формально, не имеет номинального якоря, может быть описан как реализация принципа «just do it» [просто делай это]. Он отличается от режима таргетирования инфляции, по сути дела тем, что не имеет официально объявленного номинального якоря и намного менее прозрачен.

Экономические агенты будут постоянно стремиться угадать намерения центрального банка, что создает ненужные колебания на финансовых рынках и увеличивает неопределенность оценок продавцами его будущих действий по отношению к инфляции и объему выпуска. Закрытость экономической политики не способствует повышению ответственности центрального банка перед обществом, поскольку отсутствует заранее определенный критерий для оценки его работы. В результате центральный банк имеет больше шансов столкнуться с проблемой

временной несогласованности, поскольку он может преследовать краткосрочные цели в ущерб целям долгосрочным.

Потенциальной проблемой для режима «just do it» является также отсутствие явного номинального якоря. В подобной ситуации центральному банку может оказаться труднее реагировать на среднесрочные воздействия шоков предложения, поскольку при отсутствии номинального якоря те или иные возмущения в экономике приводят к формированию значительных инфляционных ожиданий.

Наконец, еще одна, возможно, наиболее серьезная проблема режима «just do it» – это сильная зависимость при проведении денежной политики от предпочтений, квалификации и надежности высших должностных лиц центрального банка¹.

Резюмируя наш краткий анализ различных режимов денежной политики, следует отметить, что каждый из четырех рассмотренных режимов имеет свои достоинства и недостатки.

Режим таргетирования валютного курса, с одной стороны, обладает таким важным преимуществом как способность непосредственно снижать инфляцию и инфляционные ожидания и обеспечивать автоматическое правило и номинальный якорь для проведения денежной политики. Однако, с другой стороны, таргетирование валютного курса предполагает потерю независимой денежной политики, способной реагировать на внутренние изменения в экономике, возрастает также вероятность переноса шоков от экономики другой страны на данную экономику. Кроме того, для развивающихся стран таргетирование валютного курса влечет за собой еще две потенциальных опасности: 1) возрастает вероятность крупномасштабного финансового кризиса, возникающего после успешной спекулятивной атаки, который может иметь разрушительные последствия для экономики; 2) ослабляется ответственность денежных властей, поскольку будут отсутствовать сигналы от внешнего валютного рынка.

¹ Часто говорилось, что лучшим номинальным якорем для США является А. Гринспен, считавшийся профессионалом высочайшего класса, к тому же пользовавшийся безусловным доверием общества, однако и он при проведении денежной политики допустил существенные ошибки, которые, во многом, способствовали финансовому кризису.

Однако в тех развивающихся странах, где политические и денежные институты особенно слабы, и существует опасность гиперинфляции, таргетирование валютного курса может оказаться единственным способом разрушить устойчивость инфляционных ожиданий и стабилизировать экономику. В такой ситуации таргетирование валютного курса представляет собой последний ресурс стабилизационной политики, и наилучшим способом его осуществления явилось бы валютное правление, в котором устанавливается жесткая фиксация валютного курса, и существует полная прозрачность денежной политики, поскольку все действия центрального банка, по существу, становятся автоматическими.

Второй режим денежной политики – таргетирование денежной массы – имеет несколько привлекательных черт по сравнению с таргетированием валютного курса. Он позволяет сконцентрироваться на внутренних аспектах денежной политики и обеспечивает номинальный якорь, который может помочь решить проблему временной несогласованности.

К недостаткам данного режима можно отнести то, что денежные агрегаты оказываются не слишком удобным инструментом для проведения денежной политики, за исключением тех крайне редких ситуаций, когда существует устойчивое и надежное соотношение между денежными агрегатами и инфляцией.

Таргетирование инфляции является новейшим режимом денежной политики, оно приобрело популярность за последние годы и имеет несколько важных преимуществ. Этот режим, как и таргетирование денежной массы, позволяет денежной политике сконцентрироваться на внутренних аспектах, но при нем отсутствует проблема шоков скорости обращения денег. Таргетирование инфляции легко воспринимается общественностью и очень прозрачно. Оно допускает гибкость и свободу в проведении денежной политики, но, поскольку возрастает ответственность центрального банка, то ограничение свободы действий происходит таким образом, что острота проблемы временной несогласованности значительно ослабляется.

Вместе с тем таргетирование инфляции имеет свои проблемы. Во-первых, инфляция сложнее контролируется денежными властями. Это может быть серьез-

ной проблемой для развивающихся стран, которые стараются снизить инфляцию с первоначального относительно высокого уровня, и у них могут быть значительные ошибки в прогнозировании инфляции.

Другая потенциальная проблема, связанная с таргетированием инфляции, состоит в том, что вследствие длинных лагов денежной политики, результаты воздействия на инфляцию обнаруживаются только через значительный промежуток времени, и, таким образом, данный режим не обеспечивает оперативную информированность общественности о состоянии денежной политики.

Разумеется, таргетирование инфляции не является панацеей от всех экономических проблем, более того снижение темпов инфляции может сопровождаться некоторыми издержками, и, что самое главное, доверие общества к способности денежных властей обеспечить и поддерживать низкие темпы инфляции должно быть заработано последовательным проведением антиинфляционной политики.

Наконец, еще одно направление потенциальной критики таргетирования инфляции заключается в том, что чрезмерное внимание к инфляции может привести к значительным колебаниям объема производства. По этой причине некоторые авторы предлагают, что центральные банки должны таргетировать не инфляцию, а темп роста номинального ВВП [261]. По сравнению с инфляцией темп роста номинального ВВП формально имеет то преимущество, что при проведении экономической политики он придает значение как объему выпуска, так и ценам, хотя, как отмечают те же авторы, совсем не обязательно, чтобы обоим компонентам придавалось одинаковое значение, более того возможен «перенос» акцентов с одного компонента на другой в зависимости от ситуации в экономике и в обществе в целом. При таргетировании темпов роста номинального ВВП снижение предполагаемых темпов роста реального объема выпуска автоматически означало бы рост целевого ориентира инфляции, определяемого центральным банком, что в свою очередь обеспечивало экономическую стабилизацию, поскольку означало бы снижение жесткости денежной политики.

В целом, таргетирование темпов роста номинального ВВП по своему духу близко таргетированию инфляции, и, формально, могло бы обеспечить ему ра-

зумную альтернативу. Однако следует согласиться с Ф. Мишкиным, считающим, что существуют четыре причины, определяющие преимущество таргетирования инфляции над таргетированием темпа роста номинального ВВП [320, р. 36]. Во-первых, номинальный ВВП вынуждает центральный банк или правительство объявлять конкретный показатель потенциального темпа роста ВВП. Такие заявления выглядят очень проблематично, поскольку оценки потенциальных темпов роста ВВП не очень точны и со временем изменяются. Объявление конкретной величины потенциальных темпов роста ВВП может таким образом привести к ситуации, когда общественность будет ошибочно полагать, что власти в состоянии обеспечить выполнение установленного целевого показателя потенциального темпа роста ВВП. Такая ситуация может сыграть роль своеобразной политической бомбой, поскольку это открывает широкий простор для критики власти. Могут быть выдвинуты обвинения, что центральный банк или вообще сам режим таргетирования противодействуют экономическому росту, в то время как правильным будет прямо противоположное мнение – именно низкие темпы инфляции являются средством создания условий для существования здоровой экономики с высокими темпами роста. Кроме того, если оценка потенциальных темпов роста ВВП окажется слишком высокой и войдет в сознание общественности как целевой ориентир, это может привести к раскручиванию инфляции.

Во-вторых, информация о ценах может сообщаться более регулярно, нежели данные о номинальном ВВП. Это – практическое соображение, которое компенсирует некоторую теоретическую привлекательность номинального ВВП как целевого ориентира. Кроме того, измерение номинального ВВП требует информации как о сегодняшних количественных показателях производства, так и о текущих ценах, и это более трудная задача, нежели сбор информации лишь о ценах.

В-третьих, инфляция, определяемая как изменение потребительских цен, намного лучше понимается общественностью, чем изменение номинального ВВП, который может быть легко спутан с реальным ВВП. Следовательно, проблема информирования общественности и обеспечения ответственности денежных

властей могла бы быть более успешно решена путем использования целевого ориентира инфляции, нежели роста номинального ВВП.

Наконец, таргетирование инфляции, при его использовании, допускает значительную гибкость в краткосрочном периоде. Таким образом, таргетирование инфляции обладает почти всеми преимуществами таргетирования темпов роста номинального ВВП, но не испытывает проблем, связанных с потенциальной путаницей показателей номинального ВВП или политических сложностей, поскольку использование в качестве целевого ориентира номинального ВВП требует объявления о потенциальной траектории роста ВВП.

Последний из рассмотренных режимов денежной политики – подход «just do it», в котором присутствует скрытый, а не явный номинальный якорь. Ключевым аргумент в его пользу заключается в следующем: он работал в прошлом, поэтому если он не разрушается, зачем укреплять его. Можно высказать несколько контраргументов в связи с этим тезисом.

Во-первых, во-первых, стратегия «just do it» страдает от недостатка прозрачности, что ведет к путанице на рынке, недостаточной ответственности центрального банка ЦБ. При этом упускается возможность сконцентрировать внимание и общественность, и денежных властей на необходимости долгосрочной ориентации денежной политики.

Во-вторых, замена принципа «just do it» на таргетирование инфляции могло бы деперсонифицировать денежную политику. В этом случае введение таргетирования инфляции усилило бы обязательства по достижению долгосрочной цели – ценовой стабильности и сделало бы поддержание низкой инфляции менее зависимым от компетентности или взглядов отдельных личностей.

В-третьих, в принципе «just do it» заложены некоторые несоответствия демократическим нормам. С одной стороны, действительно вполне обоснованно, что, во избежание политического давления, центральный банк должен иметь некоторый уровень независимости. Однако практические аргументы в пользу независимости центрального банка не вполне хорошо сочетаются с предположениями, что правительственная политика должна проводиться демократически, а не

элитной группой. Применительно к ФРС часто раздается критика, что она и особенно ее председатель, стали слишком сильными и независимыми. Переход к таргетированию инфляции может создать институциональную основу для проведения денежной политики, более соответствующей демократическим принципам и решить многие проблемы. Режим таргетирования инфляции как раз и обеспечивает ответственность центрального банка перед представительными органами, которые в свою очередь несут определенную ответственность за установление целей денежной политики и последующий контроль ее результатов. Одновременно таргетирование инфляции помогает обеспечивать операционную независимость центрального банка.

4.2. Содержание и макроэкономическая модель таргетирования инфляции

В предыдущем пункте мы дали сравнительную характеристику различных режимов денежной политики, исходя из предположения, что ее основной целью является поддержание стабильного уровня цен и стабильного уровня инфляции. Ранее в рамках развития макроэкономической модели нового неоклассического синтеза мы пришли к выводу, что лучшим способом обеспечения макроэкономической стабильности является поддержание стабильности цен с использованием такого инструмента денежной политики как номинальная процентная ставка. Сейчас мы более подробно рассматриваем принципы таргетирования инфляции и проблемы восстановления макроэкономического равновесия после воздействия тех или иных шоков в условиях реализации режима таргетирования инфляции.

Опыт таргетирования инфляции уже имеет большое число стран, как индустриально развитых, так и развивающихся, включая страны с переходной экономикой. Развитые страны, осуществляющие политику таргетирования инфляции, извлекли выгоду из хорошо развитых финансовых рынков и опыта использования косвенных рыночных инструментов для проведения денежной политики.

Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой сталкиваются с более серьезными проблемами. Одна из таких проблем связана с тем, что при

осуществлении режима таргетирования инфляции целевой показатель инфляции превалирует над другими целями экономической политики. Чистота проведения режима таргетирования инфляции требует, чтобы денежная политика не использовала в качестве одного из своих целевых ориентиров номинальный или реальный уровень валютного курса. Развивающиеся страны, тем не менее, вынуждены принимать во внимание движение валютного курса, поскольку, вследствие открытого характера экономики, последний оказывает значительное влияние на инфляцию.

На сложностях, связанных с осуществлением режима таргетирования инфляции развивающимися странами мы остановимся ниже, сейчас необходимо сформулировать основные принципы, на которых должно строиться таргетирование инфляции. Зачастую эти принципы осуществления режима таргетирования инфляции сводят в четыре группы (см. [195]).

Первая и, по сути, определяющая группа заключается в поручении центральному банку следовать целевому ориентиру инфляции и ответственности центрального банка за достижение этой цели. Иначе говоря, центральный банк должен иметь фактическое поручение от общества, желательно зафиксированное каким-либо нормативным актом, следовать целевому ориентиру инфляции и при этом обладать достаточной свободой и автономией для использования тех или иных инструментов денежной политики. Общественность, в свою очередь, должна быть информирована о принципах денежной политики и о ее проведении.

Вторая группа принципов касается необходимости гарантии того, чтобы достижение целевого ориентира инфляции не было подчинено другим целям. Это означает, во-первых, что денежная политика не должна быть подчинена фискальной политике (не должно быть фискального доминирования), правительство основную часть необходимых ему средств должно занимать на финансовых рынках, а кредиты центрального банка могут использоваться в строго ограниченных размерах. Во-вторых, страна должна иметь устойчивое внешнеэкономическое положение, чтобы проводить денежную политику, главной целью которой будет достижение целевого ориентира инфляции. В-третьих, крайне желательно, чтобы к

моменту перехода к полноценному таргетированию инфляции уровень инфляции был достаточно низок для обеспечения приемлемого уровня контроля.

Третья группа принципов связана с развитием и стабильностью финансовой системы. Должны быть хорошо развиты финансовые рынки, чтобы можно было использовать инструменты денежной политики и быть уверенными, что ее проведение не будет осложнено слабостью инфраструктуры финансового рынка.

Наконец, последняя группа принципов связана с необходимостью наличия соответствующих инструментов для проведения денежной политики в режиме таргетирования инфляции. Во-первых, центральный банк должен быть в состоянии влиять на инфляцию посредством инструментов денежной политики. Во-вторых, цели валютной политики курса должны быть ясно подчинены целевому ориентиру инфляции.

Наконец, фискальная политика и управление государственным долгом также должны быть скоординированы для того, чтобы обеспечить таргетирование инфляции.

Разумеется, этот перечень не является неким списком жестких условий, необходимых для успешного проведения таргетирования инфляции. Несоблюдение тех или иных принципов не является помехой введению таргетирования инфляции, особенно в случае, когда этот режим вводится постепенно, чтобы достигнуть его полного уровня в краткосрочном или даже среднесрочном периоде. В конечном счете, решение о введении таргетирования инфляции должно основываться на внимательном взвешивании издержек и выгод этой модели денежной политики по сравнению с альтернативными.

Остановимся подробнее на самых важных принципах осуществления денежной политики в режиме таргетирования инфляции.

Как мы уже отметили выше, наличие общественного поручения на проведение политики таргетирования инфляции, достаточный уровень независимости инструментов денежной политики и ответственность перед обществом являются решающими принципами для проведения успешного таргетирования инфляции.

Целевые ориентиры инфляции ориентиры инфляции могут устанавливаться как правительством, так и центральным банком или совместно обоими органами. В большинстве стран, в полной мере проводящих политику таргетирования инфляции, правительство формально вовлечено в процесс установления целевых ориентиров инфляции¹. Несмотря на то, что считается, что борьба с инфляцией является прерогативой центрального банка, участие правительства может быть полезным, поскольку это будет усиливать доверие к проводимой политике. Включение правительства в процесс установления целевых ориентиров инфляции играет особую роль в случаях, когда законом не установлено право и обязательство центрального банка определять целевой ориентир инфляции в качестве главной цели проводимой денежной политики. Однако, как это часто бывает, подобное удобство несет с собой и повышенные риски: доверие к проводимой политике вряд ли будет слишком высоким, если правительство будет часто меняться. Что касается объявления целевого ориентира инфляции центральным банком, то в большинстве случаев это имеет место в тех странах, где поручение поддержания стабильности цен четко определено в нормативных актах как главная цель денежной политики.

В идеальном варианте в странах, проводящих политику таргетирования инфляции, в закон о центральном банке, должны быть внесены специальные поправки, определяющие стабильность цен в качестве главной цели монетарной политики, и гарантирующие центральному банку достаточную независимость в выборе инструментов денежной политики. Однако здесь прослеживается интересная закономерность: развивающиеся страны, реализующие политику таргетирования инфляции, ввели законодательство о центральном банке, которое гарантирует соответствующий уровень независимости центрального банка еще до перехода к таргетированию инфляции, очевидно надеясь, что подведение законодательного фундамента под систему таргетирования инфляции поможет создать доверие к проводимой политике. В то же время развитые страны начинали политику тарге-

¹ По данным на конец 2001 года, из двадцати стран, проводящих политику таргетирования инфляции, в пяти целевой ориентир инфляции объявляется правительством, в восьми - центральным банком, в семи - совместно [195, p. 6].

тирования инфляции до пересмотра законодательства. Несомненно, формирование законодательства для поддержания политики инфляционного таргетирования повышает доверие к такой политике, однако в реальной жизни центральный банк приобретает доверие за счет соответствия слов и дел.

Принимая решение о введении режима таргетирования инфляции, центральный банк должен нести и ответственность за действия, которые он предпринимает. Важность ответственности особенно возрастает, поскольку существующие временные разрывы (лаги) при проведении именно политики таргетирования инфляции создают трудности для общественного контроля состояния экономической политики, в отличие от режимов денежной политики с явными среднесрочными целями, такими как таргетирование валютного курса и денежных агрегатов, при которых отклонение фактического положения вещей от заявленных целей может быть легко установлено. Для того чтобы обеспечить достаточную степень информированности общественности и поддерживать ответственность центрального банка, режим денежной политики при таргетировании инфляции должен быть прозрачным.

На практике прозрачность таргетирования инфляции представляет собой следующее:

- Целевой ориентир инфляции должен быть ясен и доступен общественности. Определение целевого ориентира инфляции должно включать в себя не только конкретный числовой показатель, но также индекс цен, на основе которого этот целевой ориентир определяется, и временной горизонт, в течение которого целевой ориентир должен быть достигнут. Учитывая сложности проведения экономической политики и возможность возникновения непредвиденных обстоятельств, некоторые страны определили условия («условия отказа от принятых обязательств»), при которых допустимы отклонения от установленной цели.
- Общественность должна иметь точное представление об основных принципах денежной политики, которая проводится, и об индикаторах, которые наилучшим образом отражают состояние денежной политики. Это предпо-

лагает, что чрезмерные колебания основных элементов денежной политики должны быть сведены к минимуму, так чтобы сигнал, сообщаемый центральным банком, мог быть легко понят общественностью. Поскольку краткосрочные процентные ставки могут контролироваться общественностью даже в режиме реального времени (через информацию о торговле государственными ценными бумагами) и легко понимаются, именно они обычно представляют собой тот текущий показатель, который может быть индексом состояния денежной системы.

- Любые изменения в установках денежной политики должны немедленно доводиться до сведения общественности, причем объявления об этих изменениях должны сопровождаться объяснением тех причин, которые вызвали эти изменения и того, как эти изменения могут повлиять на развитие инфляции. В большинстве стран, проводящих политику таргетирования инфляции, важным элементом этого режима являются прогнозы инфляции, которые публикуются и обновляются регулярно.
- Для того, чтобы избежать ситуации падения доверия к политике таргетирования инфляции вследствие невыполнения целевого ориентира, центральный банк должен заблаговременно информировать общественность о любом ожидаемом отклонении, о своих обоснованиях такого отклонения и о действиях, которые он предпринимает или собирается предпринять, чтобы вернуть инфляцию к целевому уровню.

Установление режима прозрачности посредством доступа к необходимой информации не требует каких-то чрезмерных усилий со стороны денежных властей. Самое главное, чтобы информация была сообщена своевременно и в привычной и понятной для общественности форме. В простейшем случае это может быть достигнуто через регулярные пресс-релизы, издаваемые центральным банком, и пресс-конференции, проводимые его руководителями. Дополнительные средства информации – отчеты об инфляции, публикации научных исследований, выступления руководителей центрального банка – могут возникать уже с течени-

ем времени по мере приобретения опыта проведения политики таргетирования инфляции.

Особой проблемой при практическом осуществлении таргетирования инфляции является проблема поддержания макроэкономической стабильности. Значимость этой проблемы двояка: во-первых, одной из причин перехода к политике таргетирования инфляции как раз и выступают трудности поддержания макроэкономической стабильности; во-вторых, возникающая вследствие каких-либо внешних шоков макроэкономическая нестабильность может подорвать доверие к проводимой политике таргетирования инфляции, поскольку возникновение факторов неблагоприятного экономического развития может, при проведении денежной политики, вынудить подчинить им основную цель – инфляцию. Довольно часто объем выпуска неявно вводится в целевую функцию центрального банка¹, поскольку уровень объема выпуска сам по себе может содержать информацию о будущей инфляции вне зависимости от текущей инфляции. Кроме того, как уже отмечалось, целевой ориентир инфляции может вступать в конфликт с задачей сглаживания колебаний валютного курса. Последнее особенно важно для стран со слабым валютным рынком и устойчивой валютной нестабильностью. Зачастую целевой ориентир инфляции может конфликтовать с задачей поддержания финансовой стабильностью, в частности при слабой банковской системе и неустойчивых финансовых рынках.

Проведение денежной политики в режиме таргетирования инфляции требует, чтобы политика не была подчинена фискальным интересам. Минимизация, а в некоторых случаях и полный запрет, возможности монетизации значительного бюджетного дефицита, крепкое финансовое положение помогает укрепить доверие к таргетированию инфляции и, следовательно, может уменьшить реальные потери экономики от снижения инфляции. Насколько важно прочное финансовое положение при проведении таргетирования инфляции зависит, прежде всего, от истории инфляции в стране, от успехов правительства в проведении денежной

¹ Подробнее к этой проблеме мы вернемся ниже при рассмотрении модели таргетирования инфляции.

политики для удовлетворения краткосрочных фискальных нужд и от его способности получить доступ на финансовые рынки для покрытия своих потребностей в финансовых ресурсах.

В принципе здесь возможны две ситуации:

Первая относится к странам, уже сталкивавшимся в своей истории с высокой инфляцией, которая часто являлась результатом прямого или косвенного финансирования бюджетного дефицита со стороны центрального банка или ограниченного доступа правительства на финансовые рынки для покрытия дефицита необходимых средств. Для таких стран устойчивое финансовое положение является важнейшим условием формирования доверия к политике таргетирования инфляции, поскольку общественность может опасаться, что жизнеспособность политики таргетирования инфляции будет подорвана фискальными приоритетами. Величина государственного долга и уязвимость экономики для различных шоков также важны для определения подверженности политики таргетирования инфляции деформации со стороны фискальных приоритетов.

Вторая ситуация относится к странам, которые исторически существовали в условиях относительно низкой инфляции и имеют доступ на финансовые рынки для покрытия своих потребностей. В таких странах значительно менее вероятен случай, когда доверие к политике таргетирования инфляции будет поставлено под сомнение финансовым положением правительства.

Институциональные нормы, которые позволят сдержать опасения монетизации фискального дефицита центральным банком, заключаются в: 1) независимости инструментов денежной политики; 2) строго установленных ограничениях на использование правительством средств центрального банка. Последние позволяют поддерживать ситуацию, когда потребности правительства в финансировании государственных расходов не увеличивают инфляционное финансирование и не подрывают способности управлять ликвидностью в финансовой системе. Введение обоих элементов до перехода к режиму таргетирования инфляции может способствовать росту общественного доверия к новой политике. Большинство развивающихся стран, проводящих политику таргетирования инфляции, ввели эти

нормы в законодательство о центральном банке, учитывая свой опыт высокой инфляции, вызываемой монетизацией фискального дефицита, более высокий уровень государственного долга по сравнению с индустриальными странами и большую неустойчивость к шокам.

Достаточно эффективным способом предотвращения конфликта между денежной и фискальной политикой является совместное формулирование целевого ориентира инфляции правительством и центральным банком. В тех случаях, когда бюджетный дефицит велик, и инфляция заметно выше долгосрочного целевого ориентира, это позволит сделать целевой ориентир инфляции не столь претенциозным. Такая политика может смягчить издержки снижения темпов инфляции, однако существует опасность, что она может удлинить путь снижения инфляции и увеличить риск потери доверия к проводимой политике таргетирования инфляции.

Осуществление политики таргетирования инфляции помимо внутренней макроэкономической стабильности требует и достаточно устойчивого внешнеэкономического положения страны. Это необходимо, чтобы иметь возможность нацелить денежную политику на достижение целевого ориентира инфляции, не опасаясь отказываться на какие-то сравнительно длительные периоды времени от этой цели в качестве первостепенной в связи с ситуацией на валютном рынке. Существует определенный набор мер, позволяющий снизить возможность потенциального конфликта между таргетированием инфляции и внешней нестабильностью. На первом месте здесь меры институционального характера (высокий уровень организации надзора и мониторинга банков и небанковских финансовых институтов), чтобы стабильность финансовой системы не подвергалась риску со стороны колебаний валютного курса. Должны быть также приняты меры для углубления и расширения финансовых рынков. Хорошо функционирующий валютный рынок может помочь снизить риск того, что осуществление таргетирования инфляции могло бы быть подорвано необходимостью, в течение длительного периода времени, активных действий со стороны центрального банка для сдерживания колебаний на валютном рынке.

В целом хорошо функционирующие финансовые рынки способствуют четкому формулированию денежной политики при проведении таргетирования инфляции. Развитые и ликвидные финансовые рынки гарантируют, что движение цен на финансовые активы передает центральному банку достоверную информацию об основных факторах, определяющих развитие экономики, и рыночных ожиданиях, касающихся будущих действий в области денежной политики. Кроме того, такие рынки помогают смягчить шоки, т.е. позволяют центральному банку в большей степени концентрироваться на таргетировании инфляции, а не на минимизации влияния краткосрочных шоков или на действиях, направленных на сохранение финансовой стабильности.

В свою очередь хорошо функционирующие финансовые рынки сами требуют эффективного осуществления денежных и валютных операций. Центральный банк при любом режиме денежной политики должен быть в состоянии проводить эти трансакции в больших масштабах, не искажая при этом господствующие рыночные цены, для того, чтобы осуществлять эффективную денежную политику, управлять счетами платежного баланса и валютными резервами страны, и, когда потребуется, предложить кредит финансовым институтам, выполняя функцию кредитора последней инстанции.

Исключительно важным элементом таргетирования инфляции является «параметр входа» - уровень инфляции на момент введения режима таргетирования инфляции. Несмотря на то, что он, казалось бы, находится вне собственно содержания данной политики, его величина оказывает существенное влияние на осуществление таргетирования инфляции.

Считается, что в начале перехода к полномасштабному таргетированию инфляции уровень инфляции должен быть достаточно низким, чтобы обеспечить необходимый уровень контроля. Вместе с тем практика показывает, что и при более высоких темпах инфляции (до 25%) режим таргетирования инфляции вполне возможен. Формальное различие между практикой таргетирования инфляции в странах с относительно низким и более высоким уровнем инфляции заключается в том, что в последних снижение темпов инфляции происходит в течение более

длительного периода времени. Содержательное различие заключается в том, что более высоких исходных темпах инфляции проводятся четкие различия между долгосрочными целями и среднесрочными целевыми ориентирами инфляции. Кроме того, сам переход к таргетированию инфляции используется для того, чтобы вызвать снижение инфляции с начальной позиции высокой инфляции.

Управляя целевым ориентиром инфляции, центральный банк должен выбирать соответствующие инструменты денежной политики и использовать так, чтобы обеспечивать достижение целевого ориентира инфляции.

Опыт показывает, что не существует универсальных и строгих правил выбора инструментов и рычагов воздействия на цели экономической политики, поскольку они в значительной степени зависят от структуры финансовой системы страны.

Осуществляя таргетирование инфляции, центральный банк может выбрать в качестве тактических целей или краткосрочную процентную ставку, или какой-либо агрегат денежной массы, чтобы оказывать воздействие на количество денег, циркулирующих в финансовой системе. Тактическая цель может быть определена как краткосрочная процентная ставка и или показатель того агрегата денежной массы, который способен наилучшим образом отражать усилия денежных властей. Примером цели как денежного агрегата является объем средств на банковских счетах, находящихся в центральном банке для управления ликвидностью или проведения расчетов. Примером цели как некоторой процентной ставки является краткосрочная процентная ставка, например, ставка по кредитам "овернайт" на межбанковском рынке.

Центральные банки практически всех стран, проводящих полномасштабную политику таргетирования инфляции (исключение составляет Мексика) используют в качестве оперативной цели краткосрочные процентные ставки в интервале от «овернайт» до трехмесячных. Растущая популярность использования именно краткосрочных процентных ставок является элементом долгосрочной тенденцией отхода от количественных целевых ориентиров денежной массы.

Такие инструменты более пригодны для управления ликвидностью на ежедневной основе, они быстро реагируют на инфляционные шоки, демонстрируя стремление центрального банка минимизировать кредитные риски и развивать финансовые рынки. Центральные банки используют, прежде всего, операции на открытом рынке в форме либо прямой купли-продажи государственных ценных бумаг или ценных бумаг самого центрального банка, или, что более часто, обратные сделки (сделки «репо»), предметом которых могут быть как национальные, так и иностранные ценные бумаги. Те центральные банки, которые не используют операции на открытом рынке как главный инструмент своей экономической политики, используют аукционы банковских займов-депозитов, которые подобны операциям на открытом рынке.

Большинство стран, проводящих таргетирование инфляции, уточняют оперативную цель (краткосрочную процентную ставку) в ответ на отклонения фактической или ожидаемой инфляции от целевого ориентира. Поведение центрального банка в области установления процентных ставок может быть охарактеризовано как правило Тейлора, при котором процентные ставки корректируются в ответ на отклонения текущих и лаговых переменных, таких как инфляция и разрыв объема выпуска. При таргетировании инфляции реакция на изменение процентной ставки имеет более длительный период, чем при любых других режимах денежной политики; это объясняется наличием лагов между действиями в рамках проводимой политики и изменением инфляции, а также желанием предотвратить чрезмерные колебания выпуска.

Большинство центральных банков предпочитают действовать со стартовой позиции чистого поставщика средств для денежного рынка (т.е. из ситуации дефицита ликвидности на рынке). Как чистый поставщик средств центральный банк является эффективным монополистом и, следовательно, имеет больше влияния на рынок – особенно на процентные ставки. Многие развивающиеся страны, проводящие политику таргетирования инфляции, начинали ее в условиях структурного избытка ликвидности, поскольку те же изменения в их экономическом развитии, которые делали эти страны пригодными для проведения политики таргетирования

инфляции, вели также к значительному притоку капитала, который может быть стерилизован только частично. Для превращения из чистого заемщика в чистого кредитора центральные банки некоторых стран продавали свои пакеты государственных ценных бумаг или увеличивали резервные требования.

Передаточный механизм денежной политики от процентной ставки как промежуточной цели до инфляции как цели конечной действует по нескольким каналам. Можно ожидать, что рост процентной ставки в условиях открытой экономики будет содействовать снижению инфляции в связи со следующими его последствиями:

- повышение курса национальной валюты приведет к снижению цен на импортные товары в национальной валюте;
- увеличение цен банковских и небанковских заимствований приведет к сдерживанию инвестиций и потребления товаров длительного пользования и возрастанию разрыва объема выпуска;
- снижение богатства вследствие более высокой дисконтной ставки и приведет к сокращению потребления;
- снижение чистой стоимости корпораций потребует от банков снижения банковских кредитов;
- уменьшение инвестиций и потребления товаров длительного пользования приведет к росту банкротств компаний с высокой долей заемных средств в пассивах и, следовательно, к ухудшению ожиданий деловой активности.

Одной из важных проблем, присущих передаточному механизму денежной политики при проведении таргетирования инфляции, является его неопределенность, что особенно характерно для развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Проведенные исследования показывают [276; 311; 323] что решающее значение имеют специфические структурные особенности финансовой и банковской системы каждой страны. Влияние действий центрального банка, направленных на изменение процентной ставки, на процентные ставки коммерческих банков, ниже в тех странах, где, во-первых, в банковской системе доминируют государствен-

ные банки, и входные барьеры часто ограничивают банковскую конкуренцию (например, существуют ограничения в открытии новых филиалов); во-вторых, существует контроль за движением капитала, неустойчивы ставки денежного рынка, и непостоянен приток капитала.

Разумеется, у центральных банков есть способы, позволяющие повысить эффективность действия передаточного механизма денежной политики или, по меньшей мере, повысить уровень понимания общественностью данного механизма. Передаточные каналы могут быть укреплены финансовыми реформами, которые позволят улучшить функционирование денежного рынка и усилить связи между денежным рынком и другими финансовыми рынками. Меры, направленные на то, чтобы улучшить открытость денежной политики, сведут к минимуму неожиданности для рынка, которые могли бы ослабить передаточный механизм. Другим, более специфическим способом совершенствования передаточного механизма может стать развитие экономического анализа, что позволит более точно классифицировать внутренние ресурсы центрального банка и понять сами каналы передаточного механизма. Кроме того, улучшение сбора данных бухгалтерских балансов банков и предприятий правительственными агентствами также может помочь центральному банку улучшить представление о передаточном механизме денежной политики. Наконец, регулярные и интенсивные контакты с участниками денежного и финансового рынка могут способствовать лучшему пониманию экономическими агентами действий центрального банка и тем самым ускорить воздействие изменений денежной политики на инфляцию.

Ключевую роль в структуре таргетирования инфляции играет прогнозирование инфляции. В некоторых работах само таргетирование инфляции трактуется как таргетирование в соответствии с прогнозируемой инфляцией [«inflation forecast targeting»] (см. [174; 396]).

При таргетировании инфляции предполагается, что параметры денежной политики корректируются всякий раз, когда существует доказательство, что будущая инфляция может стабильно отличаться от целевого ориентира или целевой траектории, по которой происходит изменение во времени самого целевого ори-

ентира инфляции. Если прогноз инфляции, выходящий за временной горизонт проводимой политики, предполагает, что инфляция будет систематически ниже или выше ее целевого ориентира, то это и означает, что параметры денежной политики должны быть ужесточены или ослаблены.

Прогнозы инфляции, осуществляемые центральным банком, должны использовать всю доступную информацию, касающуюся перспектив инфляции. В отличие от регулируемого валютного курса или простого правила денежного агрегата внимание центрального банка не ограничивается только одной переменной как индикатором будущего развития инфляции. Следовательно, те, кто определяет ориентиры инфляции, должны быть уверены, что они смогут получить достаточно достоверной информации, касающейся перспектив инфляции, и будут способны представить прогноз инфляции, который будет выглядеть надежным в глазах участников финансового рынка и общественности.

Составление прогнозов инфляции в качестве важнейшего элемента денежной политики может составить главную проблему для стран, стремящихся перейти к режиму таргетирования инфляции. Большинству развивающихся страны, которые сумели успешно завершить переход к таргетированию инфляции, пришлось кардинально изменить экономическую ситуацию, которая плохо поддавалась контролю и регулированию для того, чтобы сконцентрироваться на определении принципов экономической политики. Центральные банки стран, стремящихся перейти к таргетированию инфляции, должны быть в состоянии объединить информацию, характеризующую изменение денежных и кредитных агрегатов, с информацией о других опережающих индикаторах инфляции.

В создавшейся ситуации фундаментальные изменения в объеме информации, на основании которой принимаются решения в области денежной политики, должны основываться на создании базы данных экономических индикаторов, которые могут быть использованы, чтобы сформировать представление о перспективах изменения инфляции. Эта база должна включать как простые индикаторы инфляции, собранные и проанализированные властями или экономическими агентами, представляющими частный сектор, так и опережающие индикаторы, скон-

струированные центральным банком, которые анализируются, чтобы предсказать изменения инфляции. Эти индикаторы могут включать переменные совокупного спроса и совокупного предложения, агрегаты денежной массы, показатели процентных ставок и валютного курса, инфляцию, цены и инфляционные ожидания.

Разумеется, центральные банки, только переходящие к таргетированию инфляции, могут извлечь выгоду из опыта их предшественников, используя модели и индикаторы, разработанные банками других стран, применяющими инфляционное таргетирование, и уточняя их, чтобы принять во внимание специфические особенности своей страны¹. Система прогнозирования и экономического анализа и модель инфляции обеспечивают некую методологическую основу, на базе которой денежные власти могут обсуждать условия экономического развития и денежную политику, и, в конечном счете, объяснить действия центрального банка обществу. Вместе с тем никакие модели никогда не смогут заменить суждения профессионалов, и их решения будут всегда играть важную роль в определении политики.

Кроме использования моделей и индикаторов для прогнозирования инфляции центральный банк, осуществляющий политику таргетирования инфляции, должен собирать максимально возможное количество информации из встреч и дискуссий с представителями частного сектора и участниками финансового рынка. Эти обсуждения позволяют получить информацию о реальном положении дел в экономике и предпосылках будущей инфляции, а также могут дать дополнительные представления о формировании инфляционных ожиданий частного сектора. Такие встречи и обсуждения особенно полезны в тех странах, где экономические отношения быстро меняются и финансовые рынки недостаточно развиты.

Как уже отмечалось выше, целевой ориентир инфляции должен иметь преимущество над каким-либо ориентиром валютной политики. Центральный банк, проводящий политику таргетирования инфляции не должен одновременно забо-

¹ Считается, что одной из причин, того, что Бразилия оказалась способной довольно быстро приспособиться к таргетированию инфляции, было то, что она удачно использовало преимущество моделей прогнозирования инфляции и систем анализа экономической политики, разработанных центральными банками стран, которые раньше нее вступили на путь политики таргетирования инфляции [195, p. 21].

таться об обоих показателях: номинальном валютном курсе и темпе инфляции, - пытаюсь влиять на реальный валютный курс, даже при наличии конфликта интересов или давления со стороны состояния платежного баланса.

Случайные изменения на валютных рынках может вызвать значительное или слишком быстрое изменение валютного курса. На практике все центральные банки, проводящие политику таргетирования инфляции, оставляют за собой право валютных интервенций, хотя промышленно развитые страны в последние годы редко прибегали к этой возможности. Более частыми валютные интервенции бывают в развивающихся странах, которые, как правило, имеют ограниченно конвертируемую валюту и, следовательно, более чувствительны к нарушениям, исходящим от валютного рынка.

Вместе с тем центральный банк, проводящий таргетирование инфляции, должны постоянно акцентировать внимание на том, что политика влияния на валютный курс имеет своей целью исключительно сглаживание воздействия временных шоков и достижение целевых ориентиров инфляции и что воздействие на валютный курс не тождественно таргетированию валютного курса.

В такой ситуации валютные интервенции наиболее эффективны как сигналы о готовности властей внести коррективы в денежную политику, если давление со стороны валютного курса будет продолжаться.

Наряду с противоречиями, которые возникают между режимом таргетирования инфляции и валютной политикой, в странах, проводящих политику таргетирования инфляции, может возникать напряженность в других сферах экономической политики. Это объясняется тем, что действие различных инструментов экономической политики может пересекаться, они могут воздействовать один на другой, либо способствуя достижению целей экономической политики, либо тормозя их осуществление.

Управление долгом, фискальная и денежная политики могут воздействовать друг на друга, способствуя снижению премии за риск в структуре долгосрочных процентных ставок, или просто помочь рынку благожелательно оценивать государственные ценные бумаги, что особенно важно для развивающихся стран.

Ясность правил и целевых ориентиров управления долгом и денежной политики позволяет минимизировать потенциальные конфликты. В связи с этим страны, осуществляющие политику таргетирования инфляции, должны проводить разделение между денежной политикой и политикой управления государственным долгом, установив, что центральный банк должен действовать на лишь вторичном рынке, чтобы управлять счетами своего баланса, но не использовать первичный рынок.

Центральный банк, проводящий политику таргетирования инфляции, должен обеспечить поддержание такой ситуации, чтобы операции на различных рынках не давали противоречивую информацию и не создавали неопределенности в отношении направления проводимой денежной политики.

Практическая реализация режима таргетирования инфляции означает формирование своеобразной конструкции таргетирования инфляции состоящей из нескольких базовых элементов.

Первым из этих элементов является индекс цен, на основании которого и должен устанавливаться целевой ориентир инфляции. При кажущейся простоте выбора здесь возникает ряд непростых проблем. Первая проблема порождается проблемой выбора между возможностью контроля и доверием. С одной стороны здесь нет достойной альтернативы индексу потребительских цен, поскольку это — наилучший, оперативный и доступный индекс цен, который вполне понимается общественностью и, с другой стороны, воспринимается как показатель, наименее подверженный манипуляциям со стороны центрального банка.

Однако поскольку индекс потребительских цен часто включает компоненты, которые не попадают под контроль центрального банка (администрируемые цены, косвенные налоги и т.п.), то часто центральные банки передают функцию расчета этого индекса независимому органу, обычно статистическому агентству, что, в свою очередь, может поднять доверие к центральному банку, поскольку исключается возможность манипулирования с данными со стороны центрального банка. В некоторых странах наряду с общим индексом потребительских цен рассчитывается и принимается в качестве целевого ориентира инфляции так называ-

емый «чистый» индекс потребительских цен или базовый индекс инфляции. От общего индекса потребительских цен он отличается тем, что не включает товары и услуги, цены на которые прямо или косвенно регулируются государством, а также товары, цены на которые подвержены значительным сезонным колебаниям. Выбор того или иного индекса цен зависит от страны, осуществляющей режим таргетирования инфляции¹, при этом, однако важно, чтобы показатели общего или чистого индекса потребительских цен в долгосрочном периоде двигались параллельно, демонстрируя, что выбранный целевой ориентир инфляции действительно отражает общественную покупательную способность.

Вторым элементом конструкции таргетирования инфляции является способ представления целевого ориентира инфляции – целевой диапазон или точка (конкретный показатель).

Целевой диапазон в большей степени, чем точечный показатель может обеспечить гибкость при проведении политики для центрального банка для того, чтобы реагировать на шоки и позволить определенный диапазон свободы действий в контексте других целей. Точно очерченные нарушения целевого ориентира в этом случае менее вероятны. Более того, ширина диапазона заблаговременно сигнализирует, насколько гибок центральный по отношению к колебаниям инфляции вокруг некоторой средней точки, признавая при этом, что сама точка не будет точно определена. Выбор между узким и широким диапазоном зависит от частоты и жесткости шоков, которые обычно происходят в экономике, и от доверия к политике центрального банка. На практике для того, чтобы обеспечить более строгое влияние на формирование инфляционных ожиданий большинство центральных банков устанавливают или точечный целевой ориентир инфляции или узкие целевые диапазоны (плюс-минус два процентных пункта или меньше).

Третьим элементом конструкции таргетирования инфляции должны быть «условия выхода», т.е. те условия, при которых могло бы быть допущено невыполнение целевых ориентиров инфляции, и которые устанавливают примерный

¹ Ниже при рассмотрении режимов денежной политики в странах с переходной экономикой мы более подробно остановимся на особенностях индексов, используемых в отдельных странах в качестве целевого ориентира инфляции.

промежуток времени, через который центральный банк мог бы попытаться вернуться на траекторию целевого ориентира инфляции или сообщить новую целевую траекторию. Выбор «конструкции» условий выхода включает выбор между гибкостью и доверием. Некоторые страны включили условия выхода в самую базовую структуру таргетирования инфляции. Как правило, в перечень оснований для «выхода» из режима следования целевому ориентиру инфляции включается достаточно широкий перечень экономических шоков, на которые центральный банк не в состоянии быстро отреагировать. Вместе с тем в использовании «условий выхода» существует опасность своеобразной перестраховки – попытки воспользоваться ими в ситуациях, которые до конца не ясны. Такое злоупотребление «условиями выхода» позволяет снизить ответственность центрального банка за проводимую им политику и, как следствие, способно подорвать доверие к таргетированию инфляции. Однако в любом случае, если существует опасность выхода за рамки целевого ориентира инфляции, центральный банк должен проинформировать об этом как можно раньше.

Четвертым элементом в конструкцию таргетирования инфляции входит горизонт таргетирования, т.е. время, в течение которого должен быть достигнут целевой ориентир инфляции. Во многих случаях развивающиеся страны устанавливали наряду с долгосрочным целевым ориентиром инфляции ежегодные целевые ориентиры, которые могут объявляться либо заблаговременно на несколько лет, либо ежегодно. Такие механизмы позволяют сдерживать инфляционные ожидания не только в долгосрочной, но и в краткосрочной перспективе.

Для стран, где инфляция выше долгосрочного целевого ориентира краткосрочный горизонт может ускорить скорость снижения инфляции. С другой стороны, денежная политика может реагировать на шоки корректировкой самого целевого ориентира, в большей степени, чем содержания самой политики, которое может остаться более стабильным, смягчая краткосрочные шоки инфляции и сглаживая колебания объема выпуска.

Когда инфляция находится в проектируемом долгосрочном ориентире, длина горизонта денежной политики часто отражает временные лаги воздействия ин-

струментов на целевой ориентир и желание избежать резких колебаний инструментов денежной политики. Целевой горизонт определяет период, в течение которого центральный банк обеспечивает достижение целевого ориентира инфляции. Долгосрочные горизонты имеют преимущество, обеспечивая центральному банку больше возможностей реагировать на шоки и помогая формировать инфляционные ожидания. Слишком короткие по сравнению с лагами экономической политики временные горизонты могут привести к нестабильности инструментов денежной политики и породить излишние колебания объема выпуска.

Еще одним элементом в конструкции таргетирования инфляции является прогнозирование инфляции.

Выше шла речь об общих проблемах прогнозирования инфляции в рамках политики таргетирования инфляции, здесь же мы подробнее остановимся его практических аспектах.

Особенностью прогнозирования инфляции при переходе к таргетированию инфляции является то, что экономические отношения с высокой степенью вероятности изменятся, как только новый режим денежной политики приобретет доверие, и инфляция станет более прочно привязана к целевому ориентиру. Таким образом, для центрального банка оказывается более важно, чтобы его модели прогнозирования были основаны на экономической теории, нежели отражали экономические отношения, наблюдаемые в предшествующем периоде.

На практике для прогнозирования инфляции используется несколько групп моделей.

Во-первых, это – структурные модели. В большинстве случаев они имеют ряд важных общих элементов: они включают кривую спроса для открытой экономики, кривую Филлипса, условие равновесия международного рынка капиталов и функцию реакции денежной политики.

Ко второй группе моделей относятся крупномасштабные макроэкономические модели, которые используются развитыми странами. Эти модели очень полезны для стран, которые осуществляли таргетирование инфляции и при стабиль-

ных экономических отношениях, не изменяющихся вследствие значительных структурных сдвигов в экономике.

Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой в меньшей степени полагаются на большие количественные модели. Это связано с тем, что период реализации с таргетирования инфляции у них невелик, чтобы получить надежные оценки, а также с тем, что в их экономиках происходят структурные изменения. В этих странах применяются малые модели, базирующиеся на некоторых основополагающих идеях больших моделей. С их помощью демонстрируется открытость проводимой денежной политики, они становятся основой для дискуссий с общественностью по поводу перспектив динамики инфляции.

Рассмотрение содержательных моментов таргетирования инфляции следует дополнить анализом модели таргетирования инфляции, чтобы лучше выявить те механизмы, которые обеспечивают стабильное экономическое развитие в условиях, когда страна применяет режим таргетирования инфляции.

Исходным пунктом модели таргетирования, как правило, является квадратичная функция потерь общества от инфляции и безработицы в некоторый момент времени [394, р. 99-100]:

$$L_t = \frac{1}{2} \cdot [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda \cdot (n_t - \bar{n})^2] \quad (4.1)$$

где π_t и π^* – соответственно фактический и желаемый обществом уровень инфляции, n_t и \bar{n} – фактический и желаемый обществом уровень занятости¹, а λ – показатель значения, которое общество придает стабильному уровню занятости по сравнению со стабильным уровнем инфляции.

Преобразуя данную функцию потерь применительно к задачам моделирования таргетирования инфляции, ее можно рассматривать как целевую функцию денежных властей², стремящихся минимизировать потери общества от отклоне-

¹ Чуть ниже мы убедимся, что в данном случае просто удобнее использовать показатель уровня занятости, а не уровня безработицы, имея в виду, что уровень безработицы (*unemp*) определяется как $unemp_t = 1 - n_t$.

² Как правило, эту целевую функцию трактуют как целевую функцию центрального банка, который, собственно, и реализует политику таргетирования инфляции, однако, как нам представляется, поскольку, во многих странах, определение целевого ориентира инфляции – совместная

ния фактического уровня инфляции от ее целевого ориентира и от отклонения фактического объема выпуска от его потенциального уровня¹ в течение длительного временного периода:

$$L_t^{IT} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2] \quad (4.2)$$

где π^T – целевой ориентир инфляции, λ_{IT} – относительное значение, придаваемое минимизации разрыва выпуска при проведении политики таргетирования инфляции², при этом имеется в виду, что весовой коэффициент минимизации разницы между фактической инфляцией и ее целевым ориентиром предполагается равным единице.

Для определения окончательного вида целевой функции большое значение имеет величина λ_{IT} , если $\lambda_{IT} = 0$, то это означает, что исключительной целью проводимой политики является обеспечение равенства фактической инфляции ее целевому ориентиру, и мы имеем дело с режимом «жесткого» таргетирования инфляции. Если же $\lambda_{IT} > 0$, то речь идет о режиме «гибкого» таргетирования инфляции³.

В модели присутствуют два агента: частный сектор и денежные власти (прежде всего центральный банк). Поведение частного сектора характеризуется кривой Филлипса с учетом ожиданий. Как мы уже отмечали выше, этот компонент является стандартной частью макроэкономических моделей, которые включают предположение о негибкости цен или заработной платы. Вторым компонентом модели, характеризующим поведение денежных властей (центрального бан-

функция центрального банка и правительства, и, в целом, проведение таргетирования инфляции без соответствующей фискальной политики невозможно, задачу минимизации потерь общества должны реализовывать совместно и правительство, и центральный банк.

¹ Здесь мы исходим из того, что желательный для общества объем выпуска (определяющийся желательным уровнем занятости) соответствует потенциальному уровню выпуска, которому соответствует полная занятость (и естественный уровень безработицы).

² Строго говоря, величина λ_{IT} может не соответствовать величине λ .

³ Трудно себе представить (о чем уже писалось ранее), что центральный банк (и денежные власти в целом) в течение длительного времени будут полностью игнорировать изменения разрыва объема выпуска, поэтому, исходя из вполне реалистических предположений, мы в дальнейшем будем рассматривать именно модель «гибкого» таргетирования инфляции.

ка), является описание денежной политики, отражающей предпочтения политиков в выборе между колебаниями объема выпуска или темпов инфляции.

В рассматриваемой модели кривая Филлипса соотносит инфляцию π , во-первых, с ожидаемой инфляцией π^e , во-вторых, с уровнем экономической активности, измеряемой разрывом выпуска, и, в-третьих, с инфляционным шоком e , который охватывает все остальные факторы, влияющие на инфляцию. Для того, чтобы перейти к одной единице измерения, обозначим через j разрыв выпуска, выраженный в процентах¹, т.е. $j = (y - \bar{y}) / \bar{y}$. В этом случае кривая Филлипса (PC) может быть записана как

$$\pi = \pi^e + a \cdot j + e \quad (4.3)$$

Если предположить, равенство фактического объема выпуска потенциальному, т.е. отсутствие разрыва выпуска ($j = 0$), то инфляция будет равна сумме ожидаемой инфляции и инфляционного шока, $\pi^e + e$, если предположить, что отсутствует и инфляционный шок, то тогда величина инфляции будет равна ожидаемой инфляции π^e .

При использовании кривой Филлипса с учетом ожиданий исследователи много внимания уделяют спецификации ожиданий. При этом предполагается, что ожидания являются рациональными (обращенными в будущее). Иначе говоря, когда фирмы устанавливают цены, которые останутся неизменными в течение нескольких будущих периодов времени, то их интересует будущее развитие инфляции. Кроме того, в моделях, в которых кривая Филлипса явно связана с проблемой межвременной оптимизации, предполагается, что коэффициент при ожидаемой инфляции не должен быть равным единице, но должен быть равен субъективной норме дисконтирования. Сама норма дисконтирования связана с уровнем инфляции и с периодом дисконтирования. Проблема же определения нормы дисконтирования связана с продолжительностью будущего периода, в котором установленные в данный момент цен останутся неизменными. Таким образом, при любом (разумном) уровне инфляции всегда можно подобрать период дисконтиро-

¹ Здесь использован подход, предложенный в [419].

вания, для которого норма дисконтирования был бы близка к единице¹. Однако, для нашего анализа уравнения (4.3) не имеет принципиального значения, каким образом формируются ожидания и относятся ли они к текущей или к будущей инфляции.

Переходя ко второму компоненту модели таргетирования инфляции, следует отметить, что стандартные макроэкономические модели сочетают кривую Филлипса (или какую-либо иную функцию совокупного предложения) с кривой совокупного спроса. Такой подход, с точки зрения нашей задачи, имеет два ограничения. Во-первых, обычное построение кривой совокупного спроса связывает уровень цен с объемом выпуска, и затрудняет проведение анализа таргетирования инфляции. Здесь удобно заменить стандартную кривую совокупного спроса некоторым соотношением, которое согласуется с динамикой спроса в экономике, но связывает уже не объем выпуска и уровень цен, а разрыв выпуска и темпы инфляции. Во-вторых, стандартная кривая совокупного спроса не в состоянии выявить роль денежной политики. При ее построении неявно предполагается, что центральный банк лишь определяет номинальную денежную массу и оказывается не в состоянии регулярно реагировать на изменения в экономическом развитии. Такой подход, разумеется, представляется совершенно неприемлемым, если вопрос состоит в анализе политики таргетирования инфляции. Традиционный подход также трактует действия центрального банка по осуществлению денежной политики (изменение номинального предложения денег) как практически абсолютно экзогенные, хотя в реальной действительности большинство действий, связанных с проведением денежной политики, представляют собой эндогенные реакции на изменения в экономике. В связи с этим намного более целесообразно сконцентрироваться непосредственно на действиях центрального банка при определении им направлений денежной политики.

¹ В аналитических работах годовая процентная ставка часто предполагается на уровне 4%, тогда квартальная норма дисконтирования будет приблизительно 0,99, что и используется при параметризации моделей (см. [219; 220]).

Здесь можно выделить два подхода. Первый основан на правиле Тэйлора [404], которое устанавливает, как центральный банк реагирует на изменение темпов инфляции и экономической активности.

Второй подход связан, прежде всего, с определением с целью центрального банка, обычно предполагается, что это – стабилизация инфляции и разрыва выпуска. В этом случае центральный банк выбирает такой инструмент своей денежной политики, использование которого будет способствовать достижению этих целевых ориентиров.

Оба подхода эквивалентны, однако предпочтительность второго подхода связана с тем, что с его помощью проще выявить то, как происходящие с течением времени изменения в целевых ориентирах денежной политики будут приводить к изменениям в проведении самой политики.

Поскольку, как мы уже отмечали при рассмотрении уравнений (4.1) и (4.2), денежные власти постоянно стремятся минимизировать колебания разрыва выпуска и темпа инфляции около целевого ориентира инфляции π^T . Следовательно, они балансируют предельные издержки и выгоды от своих шагов в рамках проводимой политики таргетирования инфляции, т.е. они ведут себя оптимально в соответствии со своими целевыми ориентирами. Приведя, для простоты последующих преобразований, целевую функцию вида (4.2) к (4.1) и учитывая представление разрыва выпуска как $j = (y - \bar{y}) / \bar{y}$, можно получить величины предельных издержек колебаний объема выпуска и инфляции: предельные издержки колебаний объема выпуска равны $\lambda \cdot j$, а предельные издержки колебаний инфляции равны $(\pi - \pi^T)$.

Рассмотрим ситуацию, когда экономика сталкивается с экономическим спадом, т.е. фактический объем выпуска ниже потенциального и $j < 0$. В таком случае о центральный банк должен стремиться изменить величину j , сводя ее к целевому ориентиру – нулю. Некоторое незначительное увеличение j , на Δj , дает выигрыш равный $-\lambda \cdot j \cdot \Delta j$. Одновременно возрастают и издержки, поскольку увеличение j в соответствии с (4.3) увеличивает инфляцию. Влияние на инфляцию

будет равно $a \cdot \Delta j$, а издержки от увеличения инфляции равны $a \cdot (\pi - \pi^T) \cdot \Delta j$. Равенство предельных издержек и предельной выгоды дает следующее уравнение:

$$-\lambda \cdot j \cdot \Delta j = a \cdot (\pi - \pi^T) \cdot \Delta j, \quad \text{или} \quad j = -(a/\lambda) \cdot (\pi - \pi^T) \quad (4.4)$$

Данное соотношение между разрывом выпуска и отклонениями инфляции от ее целевого ориентира согласуется с денежной политикой, построенной, чтобы минимизировать издержки колебаний объема выпуска и инфляции.

Если бы денежные власти могли непосредственно контролировать разрыв выпуска, они всегда корректировали бы политику так, чтобы гарантировать сбалансированность предельных выгод и предельных издержек. В таком случае равенство (4.4) выдерживалось бы точно. При более реалистичных предположениях, на совокупный спрос и объем выпуска, кроме проводимой денежной политики, влияют и другие факторы, причем власти не могут точно предсказывать их влияние. Если обозначить как u чистое влияние на объем выпуска этих дополнительных факторов, включая факторы финансовой политики, тогда соотношение между разрывом выпуска и инфляцией, соответствующее последовательной денежной политике, примет следующий вид:

$$j = -(a/\lambda) \cdot (\pi - \pi^T) + u \quad (4.5)$$

Если обозначить $\alpha = \lambda/a$, то выражение (4.5) можно переписать относительно инфляции как

$$\pi = \pi^T - \alpha \cdot (j - u) \quad (4.6)$$

Это выражение показывает линейное соотношение между разрывом выпуска и инфляцией, при нулевом разрыве выпуска инфляция будет равна $\pi^T + \alpha \cdot u$, а при отсутствии возмущающего фактора ($u = 0$), фактическая инфляция будет равна ее целевому ориентиру. Выражение (4.6) может быть определено как кривая правила денежной политики (*MPRC*).

Важно отметить, что наклон кривой *MPRC*, равный α , зависит от относительного значения, которую денежные власти придают поддержанию объема выпуска на потенциальном уровне по сравнению с минимизацией разрыва между фактическим уровнем и целевым ориентиром инфляции, λ . Увеличение этого

значения (рост λ), увеличивает наклон кривой $MPRC$. Изменение положения (сдвиг) этой кривой происходит вследствие изменения величины u , что связано с непредсказуемыми колебаниями совокупного спроса или изменениями денежной политики в ответ на действия каких-то иных факторов, кроме объема выпуска и инфляции.

В таком виде кривая $MPRC$ просто включает отношение между разрывом выпуска и инфляцией, которое соответствует оптимальному поведению центрального банка в балансировании предельных издержек и предельной выгод при осуществлении им денежной политики таргетирования инфляции. Вместе с тем здесь в тени остается сам трансмиссионный механизм денежной политики, т.е. взаимозависимости, которые связывают изменения в инструментах центрального банка с изменениями объема выпуска и уровня инфляции.

Как мы отмечали выше, в качестве инструмента при проведении политики таргетирования инфляции большинство центральных банков использует краткосрочную номинальную процентную ставку.

Связи между номинальной процентной ставкой, реальной экономической активностью и инфляцией проявляются через совокупный спрос. Традиционная кривая IS трактует совокупный спрос как убывающую функцию от реальной процентной ставки. Простая кривая IS (нормированная на потенциальный объем выпуска¹) может быть записана как

$$y/\bar{y} = y_0/\bar{y} - b \cdot (i - \pi^e) + u, \quad (4.7)$$

где i – номинальная процентная ставка². Шок спроса u здесь рассматривается как часть любого нарушения совокупного спроса, которое центральный банк не мог бы предвидеть в момент, когда принимались какие-то решения, касающиеся проводимой денежной политики. Для простоты предполагается, что эти шоки носят случайный характер и в среднем (с учетом различных знаков) равны нулю. Тогда долгосрочное равновесие реальной процентной ставки задается следующим урав-

¹ Следуя подходу К. Уолша [418, р. 343], чтобы обеспечить сопоставимость трактовки разрыва выпуска здесь и при выводе кривой $MPRC$.

² Включение в уравнение ожидаемого уровня выпуска ничего не изменило бы в последующих выкладках, но лишь усложнило бы запись.

нение

$$r^* = (y_0 - \bar{y}) / b \cdot \bar{y} \quad (4.8)$$

Используя наше представление о разрыве выпуска $j = (y - \bar{y}) / \bar{y}$ и уравнения (4.6) и (4.8), можно получить:

$$j = -b \cdot (i - \pi^e - r^*) + u, \quad (4.9)$$

При отсутствии шоков спроса, объем выпуска будет ниже потенциального уровня ($j < 0$), если текущая процентная ставка, i , будет выше (изменяющегося во времени) долгосрочного равновесного уровня реальной процентной ставки, r^* .

Правила денежной политики, предложенные Тэйлором, выражают инструмент денежной политики центрального банка – номинальную процентную ставку – как функцию инфляции и разрыва выпуска.

Из уравнений (4.3), (4.6) и (4.9) можно получить величину процентной ставки, соответствующей краткосрочному равновесию:

$$i = i^T + [1 + 1/b \cdot (a + \alpha)] \cdot (\pi^e - \pi^T) + e/b \cdot (a + \alpha) \quad (4.10)$$

где $i^T = r^* + \pi^T$ – номинальная процентная ставка в долгосрочном равновесии.

Нетрудно заметить, что правило экономической политики не включает нарушения спроса, поскольку, как предполагается, центральный банк должен установить процентную ставку предварительно, до наблюдения нарушений спроса. Коэффициент при ожидаемой инфляции в уравнении (4.10) больше единицы. Таким образом, правило денежной политики предопределяет рост номинальной процентной ставки больше, чем один к одному, в любом случае, когда ожидаемая инфляция поднимается выше установленного центральным банком целевого ориентира инфляции. Реализация этого правила означает, что рост ожидаемой инфляции вынуждает центральный банк повышать номинальную процентную ставку так, чтобы увеличилась и реальная процентная ставка, сдерживая тем самым экономическую активность.

Выявив основные элементы и свойства кривых PC и $MPRC$, первая из которых определяет предложение в экономике, а вторая – спрос, остановимся на механизме формирования равновесия при проведении политики таргетирования ин-

фляции, чтобы выяснить, какое влияние на него оказывают инфляционные ожидания и установленный денежными властями целевой ориентир инфляции, как инфляция и разрыв выпуска реагируют на шоки в экономике, а также выявить зависимость колебаний объема выпуска и инфляции от относительного значения, которое центральный банк придает снижению колебаний объема выпуска¹.

Краткосрочное равновесие в экономике возникает в точке пересечения кривых PC и $MPRC$. Этому соответствует точка E_1 (Рисунок 4.1).

Поскольку точка E_1 находится на кривой PC , ей соответствует некоторая величина разрыва выпуска, фирмы же устанавливают цены так, что темп инфляции соответствует величине, задаваемой точкой E_1 . Это равновесие и определяет поведение денежных властей. В точке E_1 предельная выгода от приближения объема выпуска к его потенциальному уровню точно сбалансирована предельными издержками увеличения темпа инфляции, что было бы результатом такого увеличения объема выпуска. В рассматриваемой ситуации краткосрочное равновесие характеризуется отрицательным разрывом выпуска – фактический выпуск ниже его потенциального уровня.

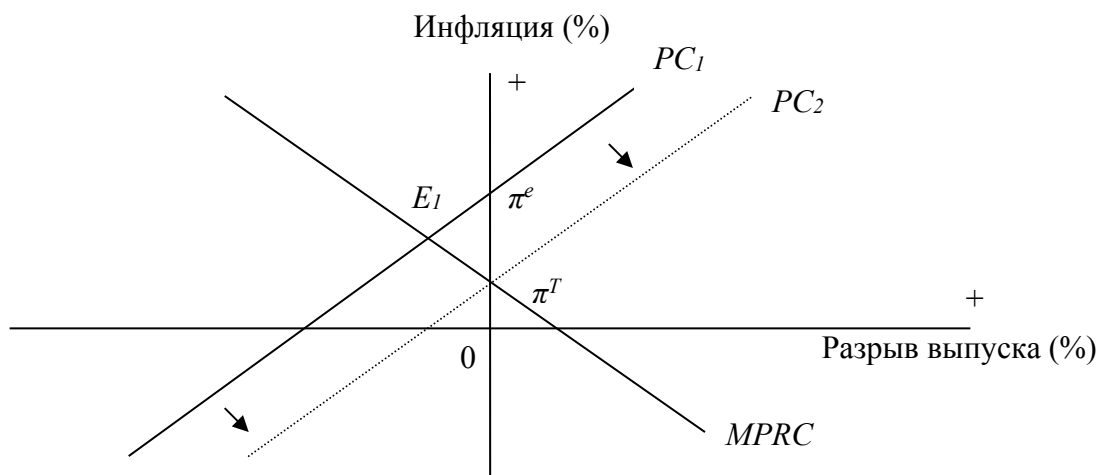


Рисунок 4.1 – Инфляция и объем выпуска в условиях таргетирования инфляции

Это определяет выбор денежных властей: поскольку инфляция выше ее целевого ориентира, центральный банк склонен допустить спад экономической активности,

¹ Для иллюстрации различных ситуаций воспользуемся четырехквadrантной диаграммой, предложенной в [418].

поскольку, по его мнению, инфляция слишком высока.

В точке E_1 инфляция хотя и выше целевого ориентира центрального банка, но ниже уровня ожидаемого фирмами и домашними хозяйствами. Постепенно, поскольку экономические агенты наблюдают, что фактический уровень инфляции ниже, чем они ожидали, ожидаемый уровень инфляции будет снижаться. Снижение ожидаемой инфляции будет сдвигать кривую PC_1 вниз в положение PC_2 . Этот сдвиг вниз кривой PC снижает фактический уровень инфляции для каждой величины разрыва выпуска. При снижении инфляции ее предельные издержки также снижаются, поощряя центральный банк к выбору более экспансионистской денежной политики, что проявляется в изменении номинальной процентной ставки в соответствии с уравнением (4.10). В результате краткосрочное равновесие смещается в направлении более низкой инфляции и более высокого объема выпуска: отрицательный разрыв выпуска уменьшается (по абсолютной величине).

В конечном счете, кривая PC сдвинется вниз настолько, что темп инфляции станет равным целевому ориентиру инфляции, установленному денежными властями. В этой точке разрыв выпуска будет равен нулю, а инфляция – и ожидаемая, и фактическая – равна целевому ориентиру инфляции, установленному центральным банком. Эта точка характеризует долгосрочное равновесие экономики. Решающую роль в движении экономики из точки E_1 , где инфляция выше целевого уровня, а экономика находится в состоянии рецессии, к долгосрочному равновесию при инфляции равной ее целевому ориентиру и разрыву выпуска равному нулю, играет изменение инфляционных ожиданий.

Подобный процесс действовал бы и в противоположном направлении, если бы первоначальное равновесие включало положительный разрыв выпуска и инфляцию ниже целевого ориентира, установленного центральным банком. В этом случае фактическая инфляция превышала бы уровень, ожидаемый экономическими агентами, и со временем уровень ожидаемой инфляции неизбежно бы возрос. Поскольку этот рост ожидаемой инфляции привел бы к повышению фактического уровня инфляции, то центральный банк, повысив номинальную процентную ставку, ужесточил бы свою политику, чтобы снизить объем выпуска, в результате

разрыв выпуска стал бы снижаться. Долгосрочное равновесие вновь возникнет, когда кривая $MPRC$ пересечет вертикальную ось, т.е. при разрыве выпуска равном нулю и фактической инфляции равной ее целевому ориентиру, установленному центральным банком.

Весьма специфическим фактором, влияющим на экономическое равновесие при проведении политики таргетирования инфляции, является изменение величины целевого ориентира инфляции.

Как показано на Рисунке 4.1, целевой ориентир инфляции является положительной величиной. Вместе с тем тот факт, что многие центральные банки в последние годы сформулировали в качестве цели своей деятельности стабильность цен, может быть интерпретирован как установление целевого ориентира инфляции на нулевом уровне¹. Последствия снижения целевого ориентира инфляции показаны на Рисунке 4.2.

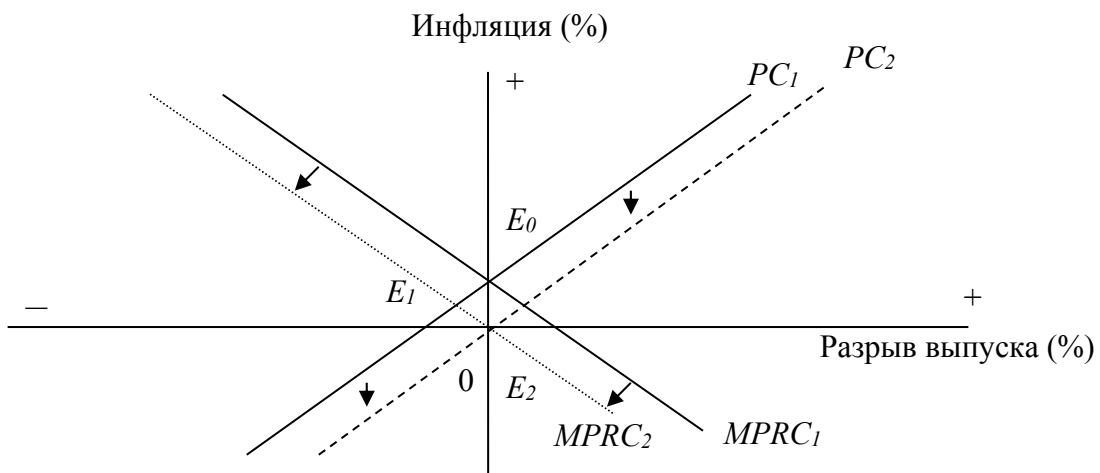


Рисунок 4.2 – Изменение целевого ориентира инфляции

Первоначальная точка равновесия в данном случае - точка E_0 . Как показано на рисунке, снижение целевого ориентира инфляции сдвигает кривую $MPRC$ вниз из положения $MPRC_1$ в положение $MPRC_2$. Следовательно, новое краткосрочное равновесие возникает в точке E_1 при некотором снижении инфляции и

¹ Ниже мы подробно остановимся на издержках и выгодах инфляции, оптимальном уровне инфляции, и, как следствие, на том, какой должна быть величина целевого ориентира инфляции.

падении объема выпуска ниже его потенциального уровня (возникнет отрицательный разрыв выпуска).

В точке E_1 фактическая инфляция ниже ожидаемой и экономика находится в ситуации, рассмотренной выше. Поскольку происходит снижение инфляционных ожиданий, экономика, в конечном счете, возвращается в состояние полной занятости (т.е. к нулевому разрыву выпуска), а инфляция снижается до нуля – нового целевого ориентира.

Важным также представляется анализ восстановления равновесия в рамках проведения политики таргетирования инфляции после воздействия на экономику шоков предложения (инфляционного шока, e) и спроса, u .

Предположим, что экономика переживает отрицательный инфляционный шок¹, т.е. $e < 0$, временно снижает инфляцию для каждой величины ожидаемой инфляции и разрыва выпуска. Из выражения кривой Филлипса вытекает, что отрезок, отсекаемый ею на вертикальной оси, равен $\pi^T + e$, поэтому отрицательный инфляционный шок величины e сдвигает кривую PC вниз из положения PC_0 в положение PC_1 , что показано на Рисунке 4.3.

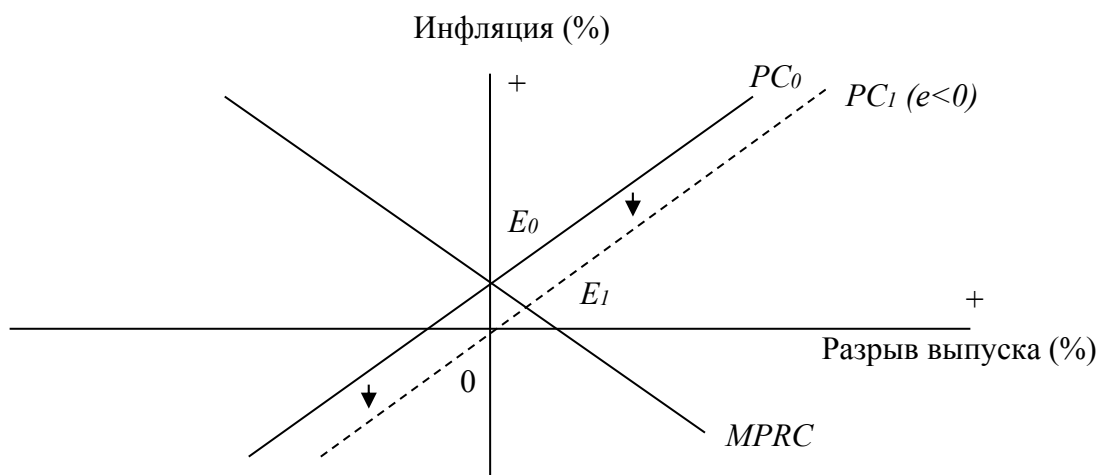


Рисунок 4.3 – Временный инфляционный шок

Вместе с тем, инфляционный шок не оказывает непосредственного влияния на кривую $MPRC$, поэтому ее вид остается неизменным. Сдвиг вниз кривой

¹ С точки зрения реалий стран с переходной экономикой, более реалистична ситуация с положительным инфляционным шоком, которая, хотя и в несколько ином контексте, будет рассмотрена ниже.

PC приводит, в краткосрочном периоде, к снижению инфляции. Вследствие этого снижаются предельные издержки инфляции, а поскольку действия центрального банка, снижающего номинальную процентную ставку, стимулируют увеличение объема выпуска, новое краткосрочное равновесие достигается в точке E_1 при положительном разрыве выпуска. В последующий период, если инфляционный шок проходит, и e возвращается к нулевой величине, то кривая PC также возвращается к своему первоначальному положению, а инфляция – к величине целевого ориентира. Разрыв выпуска вновь становится равным нулю. Следовательно, рост реальной экономической активности и снижение инфляции в ответ на шок являются временным явлением.

При положительном шоке спроса, $u > 0$, показанном на Рисунке 4.4, происходит сдвиг кривой $MPRC$ вправо из положения $MPRC_0$ в положение $MPRC_1$.

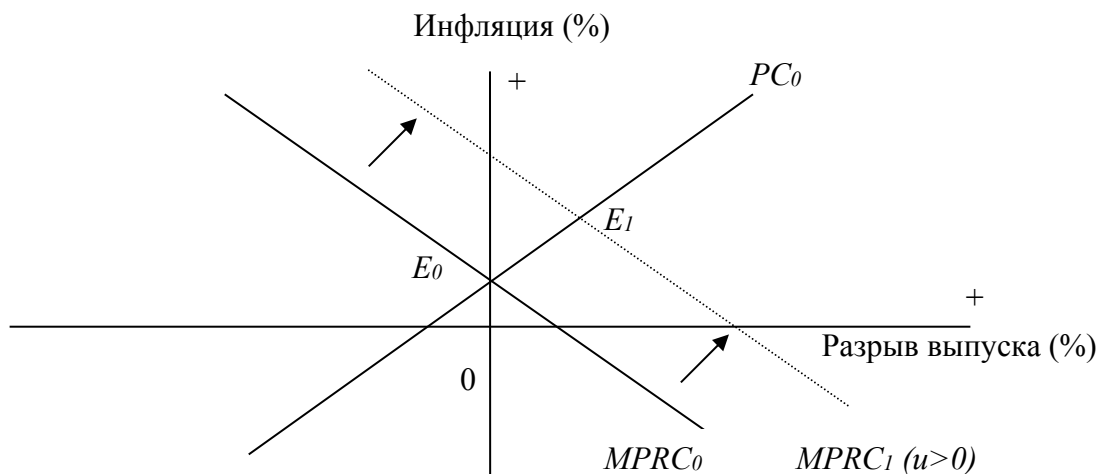


Рисунок 4.4 – Временный шок спроса

При каждом уровне инфляции положительный шок спроса увеличивает разрыв выпуска, и новое краткосрочное равновесие достигается в точке E_1 . Однако, по определению, u представляет собой непредсказуемые изменения спроса, которые центральный банк не в состоянии предвидеть и компенсировать и которые по своей природе являются временными. В среднем, как мы уже отмечали, они предполагаются равными нулю, и, следовательно, в конечном счете, кривая $MPRC$ возвращается в исходное положение, а экономика в исходную точку равновесия E_0 .

Наклон кривой $MPRC$ влияет относительная неустойчивость экономики, переживающей инфляционные шоки. Это показано на Рисунке 4.5, который иллюстрирует влияние положительного инфляционного шока.

Здесь представлены две альтернативные кривые $MPRC$ с разным наклоном. Если экономика характеризуется более крутой кривой $MPRC$ такой как $MPRC_1$, то положительный инфляционный шок ведет к значительному росту инфляции и относительно небольшому снижению разрыва выпуска. Из уравнения (4.6) видно, что наклон кривой $MPRC$ равен $\alpha = \lambda/a$. Следовательно, более крутая кривая $MPRC$ возникает, тогда, когда центральный банк придает большее значение выгодам объема выпуска, измеряемым параметром λ , по сравнению с издержками инфляции. Сталкиваясь с инфляционным шоком, такой центральный банк стремится ограничить колебания выпуска, допуская значительные изменения инфляции.

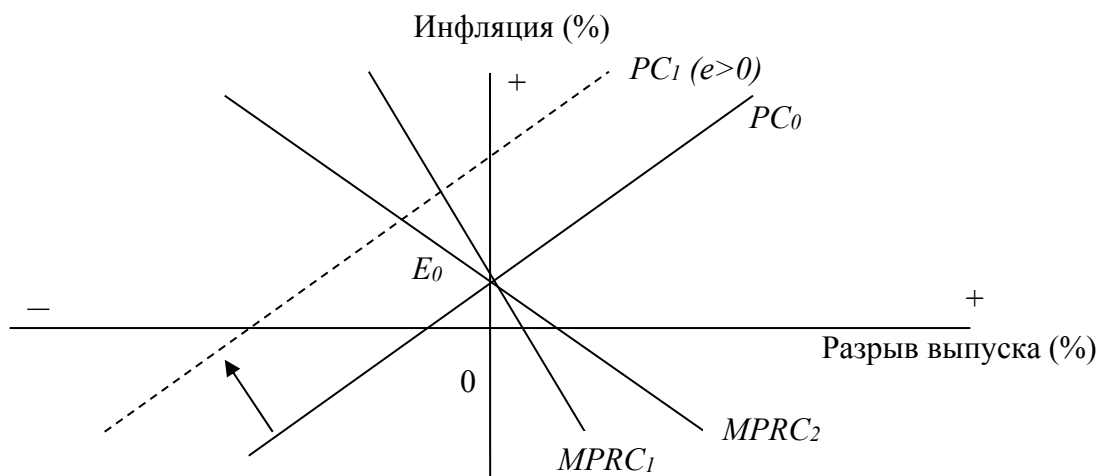


Рисунок 4.5 – Положительный инфляционный шок и предпочтения денежной политики

Напротив, кривая $MPRC_2$ представляет собой иллюстрацию правила денежной политики центрального банка, который уделяет больше внимания инфляции, т.е. банк, для которого величина λ будет меньше. Сталкиваясь с положительным инфляционным шоком, такой центральный банк будет стараться ограничить рост инфляции. Следовательно, он будет склонен сокращать выпуск, чтобы нейтрали-

зовать влияние шока на инфляцию. Таким образом, инфляция возрастает в меньшей степени, а выпуска снижается больше тогда, когда денежная политика характеризуется кривой $MPRC_2$, по сравнению с кривой $MPRC_1$.

Сталкиваясь с отрицательным инфляционным шоком, центральный банк, который первоначально придавал большее значение инфляции (небольшой λ по сравнению с a и пологая кривая $MPRC$, такая как $MPRC_2$), концентрируется на последствиях инфляции, позволяя тем самым возрасти объему выпуска. Центральный банк, который в большей степени заинтересован в стабильности объема выпуска (большой λ по сравнению с a и более крутая кривая $MPRC$, такая как $MPRC_1$), позволяет шоку в большей степени влиять на инфляцию и поддерживать более стабильный объем выпуска. В результате, с течением времени, при правиле денежной политики, соответствующей кривой $MPRC_1$, инфляция будет менее устойчива, по сравнению с объемом выпуска, однако, если правило денежной политики будет соответствовать кривой $MPRC_2$, то более стабильной будет инфляция, а объем выпуска – неустойчивым.

Зависимость устойчивости инфляции и разрыва выпуска от наклона кривой $MPRC$ обуславливает то, что в современной макроэкономической теории характеризуется как новая альтернатива экономической политики. Если относительное значение, придаваемое объему выпуска, λ , возрастает, то кривая $MPRC$ становится более крутой. Следовательно, неустойчивость объема выпуска снижается, а неустойчивость инфляции возрастает. Центральный банк, который придает большее значение стабильности объема выпуска, допускает большие колебания инфляции при большей устойчивости объема выпуска, чем допустил бы центральный банк, который придает больший вес поддержанию стабильности инфляции. Попытки достигнуть большей стабильности инфляции приносят издержки, связанные с возрастающей неустойчивостью реальной экономической активности.

Рассмотренные содержание таргетирования инфляции и модель, описывающая проведение денежной политики при этом режиме, показывают, на каких принципах должно строиться таргетирование инфляции, какие образом денежные власти, используя краткосрочную номинальную процентную ставку как основной

инструмент денежной политики, могут поддерживать стабильное экономическое развитие, сглаживать влияние как изменений инфляционных ожиданий, так и различных шоков в экономике. При этом весьма заметную роль играют и собственные представления денежных властей об относительном значении достижения целевого ориентира инфляции по сравнению с другими возможными целями, учитываемыми при проведении политики таргетирования инфляции, прежде всего это касается стремления не допустить значительных колебаний объема выпуска.

Оценивая данную модель с точки зрения ее соответствия условиям переходной экономики, следует отметить, что в силу своей абстрактности она демонстрирует механизмы поддержания экономического равновесия в условиях таргетирования инфляции, в том числе и в переходной экономике. Разумеется, следует учитывать, как уже отмечалось, что для переходной экономики типичны не отрицательные, а положительные инфляционные шоки и тот факт, что инфляционный потенциал переходной экономики выше, чем в развитой рыночной экономике, что, в свою очередь, должно, на начальном этапе таргетирования инфляции, приводить к установлению более высокого целевого ориентира инфляции. Наконец, учитывая бóльшую неустойчивость переходной экономики в целом, относительное значение, придаваемое объему выпуска (параметр λ), также может быть более изменчивым, нежели в развитой рыночной экономике. Это может приводить и к более медленным темпам снижения инфляции, поскольку этот процесс может «приостанавливаться» для «поддержания» объема выпуска.

Глава 5. ИЗДЕРЖКИ, ВЫГОДЫ И ОПТИМАЛЬНЫЙ ТЕМП ИНФЛЯЦИИ

5.1. Издержки и выгоды инфляции

Как известно, одним из основных аргументов в пользу достижения и поддержания устойчиво стабильного уровня цен, который принимает форму низких темпов инфляции¹, называется существование значительных социально-экономических издержек, порождаемых инфляцией.

Исходным пунктом анализа издержек, порождаемых инфляцией, является разделение этих издержек на издержки, связанные с ожидаемой (предсказуемой) инфляцией и издержки, связанные с непредвиденной инфляцией или с неопределенностью темпов инфляции. При этом, строго говоря, понятие неожиданная инфляция означает не только превышение фактических темпов инфляции над ожидаемыми, но любое отклонение темпов инфляции от инфляционных ожиданий. Однако даже если инфляционные ожидания экономических агентов абсолютно точны, это не позволяет им полностью исключить потери, связанные с инфляцией.

В случае предвиденной (ожидаемой) инфляции экономические издержки весьма разнообразны. Они зависят от многих факторов: от уровня жесткости цен и заработной платы, от величины индексации, если таковая применяется или не применяется правительством. Держатели финансовых и реальных активов будут нести потери как плательщики налогов на доход (увеличение стоимости активов), даже в том случае, если это увеличение (полностью или частично) обеспечивает поддержание реальной стоимости того или иного актива. Бизнес будет нести потери, если он не может учесть инфляцию при формировании амортизационного фонда. В такой ситуации, особенно если цены на различные реальные активы растут неравномерно, крайне трудно учесть реальные издержки производства и обеспечить восстановление выбывающих активов. При отсутствии индексации налогов или корректировок налоговых ставок (или если это проводится с запозданием)

¹ Проблема того, насколько низки должны быть эти темпы инфляции, будет рассмотрена ниже.

растущая инфляция будет способствовать росту капитальных издержек, снижая тем самым уровень инвестиций, а более высокое налоговое бремя будет, напротив, вести к неэффективному распределению капитала между отраслями экономики.

Можно показать, как возникают наиболее важные элементы потерь от инфляции, которые несут фирмы и домашние хозяйства.

Первым таким элементом является завышение прибыли и, соответственно, налога на прибыль вследствие отсутствия корректировки амортизационных отчислений в связи с инфляцией.

В этой ситуации номинальная прибыль, попадающая под налогообложение (без учета каких-либо льгот), может быть исчислена следующим образом:

$$Pr_{nom} = Q \cdot P \cdot I_{PP} - (C \cdot I_{PP} + Am), \quad (5.1)$$

где Pr_{nom} – номинальная прибыль, C – все издержки производства за исключением амортизации, Am – амортизация, Q – объем производства, P – уровень цен в исходный момент времени, I_{PP} – индекс цен производителей.

Здесь мы предполагаем, что темпы роста цен для всех компонентов издержек производства, включая заработную плату, равны темпам роста цен производителей.

При отсутствии инфляции ($I_{PP} = 1$) расчетная прибыль, Pr_{ac} , подлежащая налогообложению, была бы равна:

$$Pr_{ac} = Q \cdot P - (C + Am). \quad (5.2)$$

Вычитая из уравнения (5.1) уравнение (5.2), можно получить величину прибыли, полученной за счет инфляции:

$$Pr_{nom} - Pr_{ac} = (Q \cdot P - C) \cdot (I_{PP} - 1). \quad (5.3)$$

Для того чтобы фирмы не несли потери вследствие инфляции, их амортизационный фонд должен быть скорректирован на изменение цен в оборудования (например, через переоценку стоимости оборудования); в этом случае скорректированная расчетная прибыль должна равна:

$$Pr_{ac}^* = Q \cdot P \cdot I_{PP} - (C \cdot I_{PP} + Am \cdot I_{PP}^{mach}), \quad (5.4)$$

где Pr_{ac}^* – скорректированная расчетная прибыль, I_{PP}^{mach} – индекс цен производителей оборудования.

При отсутствии такой корректировки завышенная вследствие инфляции прибыль составит:

$$Pr_{nom} - Pr_{ac}^* = Am \cdot (I_{PP}^{mach} - 1). \quad (5.5)$$

Непосредственные потери фирм будут связаны с переплатой налога на прибыль – налогообложением «завышенной» части прибыли:

$$T_{\pi}^* = \tau_{pr} \cdot Am \cdot (I_{PP}^{mach} - 1), \quad (5.6)$$

где τ_{pr} – ставка налога на прибыль, T_{π}^* – сумма «переплаты» налога на прибыль вследствие инфляции.

Сходный механизм инфляционного обложения возрастающей прибыли возникает в связи с разрывом во времени между моментом закупки сырья и материалов для производства продукции и моментом реализации произведенной продукции (см. [137, с. 37]). За время производственного цикла цены могут возрасти, и поэтому новая продукция будет реализовываться по возросшим ценам, а при расчете прибыли в составе затрат стоимость сырья и материалов учитывается по ценам приобретения. В результате налогом будет обложена не только прибыль как таковая, но и фактические издержки производства.

Величина дополнительного «инфляционного» налога на прибыль за один производственный цикл, по аналогии с предыдущим случаем, может быть рассчитана следующим образом:

$$T_{\pi}^* = \tau_{pr} \cdot (Pr_{nom} - Pr_{ac}^*). \quad (5.7)$$

Однако в этом случае номинальная прибыль определяется как:

$$Pr_{nom} = Q \cdot P \cdot I_{PP} - (C_m + W + Am), \quad (5.8)$$

а расчетная как:

$$Pr_{ac} = Q \cdot P \cdot I_{PP} - (C_m \cdot I_{PP}^m + W + Am), \quad (5.9)$$

где C_m – стоимость сырья и материалов, I_{PP}^m – индекс цен производителей на сырье и материалы; W – затраты на заработную плату и начисления на нее.

Превышение величины номинальной прибыли над расчетной за один производственный цикл будет равно:

$$Pr_{nom} - Pr_{ac} = C_m \cdot (I_{PP}^m - 1), \quad (5.10)$$

сумма переплаты налога:

$$T_{\pi}^c = \tau_{pr} \cdot C_m \cdot (I_{PP}^m - 1). \quad (5.11)$$

С учетом того, что в течение года происходит несколько производственных циклов, общая сумма переплаты, $SumT_{\pi}^c$, будет равна:

$$SumT_{\pi}^c = \tau_{pr} \cdot C_m \cdot (I_{PP}^m - 1) \cdot N, \quad (5.12)$$

где N – количество производственных циклов в течение года.

Потери домашних хозяйств от «инфляционной» переплаты налога на доходы основаны на наличии прогрессивной шкалы налогообложения, даже в форме существования необлагаемого минимума дохода. Инфляционное повышение дохода снизит долю необлагаемого дохода в общей величине дохода и повысит долю облагаемого дохода или (при многоступенчатой прогрессивной шкале налогообложения) понизит долю дохода, облагаемого по более низкой ставке, и повысит долю дохода, облагаемого по более высокой ставке.

В этом несложно убедиться на примере двухступенчатой (необлагаемый доход и доход сверх необлагаемого) шкалы налогообложения² доходов домашних хозяйств.

Мы исходим из предположения, что доходы домашних хозяйств растут пропорционально инфляции. В таком случае величина номинального чистого дохода домашних хозяйства за текущий год будет равна:

$$Inc_{nn}^1 = (1 - \tau_{inc}) \cdot (I_{nom}^0 \cdot PCI - I_{min}) + I_{min}, \quad (5.13)$$

где Inc_{nn}^1 – чистый номинальный доход домашних хозяйств в текущем году, I_{nom}^0 – номинальный доход предшествующего года, τ_{inc} – ставка налога на доходы домашних хозяйств, PCI – индекс потребительских цен, I_{min} – необлагаемый минимум дохода.

² Использование многоступенчатой шкале лишь усложнит расчеты, но никак не повлияет на конечные выводы.

Расчетный чистый номинальный доход, учитывающий корректировку необлагаемого минимума дохода, будет равен:

$$Inc_{nn}^* = (1 - \tau_{inc}) \cdot (I_{nom}^0 \cdot PCI - I_{min} \cdot PCI) + I_{min} \cdot PCI. \quad (5.14)$$

Потеря чистого дохода от завышения уровня налогообложения вследствие инфляции оказывается равной:

$$Inc_{nn}^* - Inc_{nn}^1 = \tau_{inc} \cdot I_{min} \cdot (PCI - 1). \quad (5.15)$$

Нетрудно заметить, что, с формальной точки зрения, единственной возможностью устранить потери от инфляции в рассмотренных ситуациях является оперативная реакция законодательных органов на инфляцию путем внесения в нормативные акты изменений, связанных с изменениями налоговых ставок и иных нормативов (прежде всего норм амортизации). Однако, время и иные ресурсы, затрачиваемые на принятие подобных решений, будут отрицательно сказываться на иных направлениях нормотворческой работы и тем самым вести к потерям для общества. Здесь мы даже не учитываем трудности, связанные с обеспечением «оперативности», поскольку новые налоговые ставки и нормативы должны быть совершенно конкретно определены, что сложно сделать ввиду наличия различных интересов как внутри бизнеса, так и между бизнесом и правительством.

Кроме того, даже если все необходимые решения будут приниматься очень оперативно, это будут лишь действия, компенсирующие уже понесенные потери, но не действия, предотвращающие потери³.

Неэффективность, порождаемая инфляцией, проявляется и в том, что инвестиции перемещаются в непроизводственную сферу, в такие отрасли как финансы и недвижимость (и иные реальные активы). Здесь, разумеется, надо иметь в виду, что при высоких темпах инфляции инвестиции в финансовые активы с фиксированной процентной ставкой сокращаются, однако могут расти инвестиции в активы с гибкой процентной ставкой или процентной ставкой, привязанной к темпам инфляции, поскольку именно активы подобного типа обеспечивают защиту от по-

³ Еще более важен здесь тот факт, что эти и другие меры по смягчению негативных последствий инфляции могут породить иные негативные последствия для экономики (см. [236]). В связи с этим основные усилия должны концентрироваться на борьбе с самой инфляцией, а не с ее негативными последствиями.

ть, связанных с инфляцией. Результатом такой активизации потребителей услуг финансового сектора становится рост доходов от финансового посредничества и развитие самого финансового сектора в ущерб реальному сектору. По некоторым оценкам, увеличение темпов инфляции на каждые 10% ведет к повышению доли финансового сектора в ВВП на один процентный пункт [333, р. 49]. Причем это неэффективное перераспределение ресурсов происходит даже при относительно низких темпах инфляции.

Среди других издержек, которые вызывает ожидаемая инфляция, можно выделить рост транзакционных издержек, хотя их значение считается несколько меньшим, нежели издержек, отмеченных выше. Здесь можно выделить, во-первых, «издержки меню», связанные с затратами фирм на частое изменение цен на свою продукцию вследствие инфляции, сюда же, в принципе должны быть отнесены затраты на пересчет заработной платы. Как уже отмечалось выше, существование издержек меню используется, прежде всего, для обоснования негибкости цен, при этом количественная величина этого типа издержек инфляции считается незначительной [418, р. 217].

К этой же группе издержек следует отнести и «издержки стоптанных башмачков», связанных с совершением сделок, ненужных в условиях отсутствия инфляции и направленных на сокращение остатков обесценивающихся денежных средств на руках. В более широком смысле это означает необходимость для экономических агентов более частого пересмотра портфелей своих активов, что ведет к дополнительным транзакционным издержкам.

С точки зрения количественной оценки эти потери не всеми исследователями рассматриваются как очень значительные, поскольку в реальной действительности люди мало обращают внимание на частоту посещения банков для пополнения своей наличности [304, р. 413]. Вместе с тем банки, сталкивающиеся с ростом посещений клиентов, вынуждены нести дополнительные расходы на организацию новых рабочих мест и установку дополнительных банкоматов. При высоких темпах инфляции еще более широкий круг экономических агентов должен предпринимать дополнительные затраты, которые направлены на минимизацию

потерь от инфляции и которые, в принципе, можно отнести к «издержкам стоптанных башмачков». Фирмы, для оптимизации потоков наличности и выбора эффективных финансовых схем, вынуждены увеличивать затраты на бухгалтерские и финансовые службы или обращаться к услугам предприятий финансового сектора, стимулируя его развитие, о чем уже упоминалось выше.

В любом случае, вне зависимости от количественной оценки тех или иных потерь от инфляции, с точки зрения общества такие дополнительные расходы являются непроизводительными, хотя бы потому, что они могли бы быть потрачены на создание иных благ, увеличивающих общественное благосостояние.

Основные потери, связанные с непредвиденной инфляцией, объясняются тем, что она нарушает и искажает ту важнейшую информацию, которую экономические агенты получают от системы цен. Результатом этих искажений и становятся ошибочные решения, прежде всего в сфере финансов и инвестиций. При отсутствии стабильности цен становится труднее принимать какие-либо решения на перспективу, поскольку снижается надежность предсказания. Сталкиваясь с ростом цен, производители не всегда в состоянии определить, вызван ли этот рост ростом реального спроса или лишь номинальным его изменением. Вместе с тем ответ на этот вопрос очень важен, поскольку лишь изменение реального спроса, в конечном счете, обеспечит перераспределение ресурсов на производство тех или иных товаров. И наоборот, рост номинального спроса происходит только как компенсация более высокой инфляции. При высоких темпах инфляции становится трудно предвидеть не только средний ожидаемый уровень цен, но и соотношение между заработной платой и ценами, на которое экономические агенты полагаются как на источник информации. Все это повышает риски как заключаемых соглашений коллективных договоров, регламентирующих заработную плату, так и решений относительно объема выпуска и инвестиций, которые принимают фирмы. Вследствие повышения рисков сокращается и продолжительность контрактов, и горизонт планирования производства. Наиболее ярким примером этого является сокращение сроков кредитов и займов.

Несомненно, неожиданные скачки инфляции приносят убытки кредиторам,

предоставляющим займы по фиксированным процентным ставкам, хотя при этом выигрывают заемщики. Поскольку правительство, зачастую, является главным должником и может непосредственно воздействовать на уровень инфляции, то повышение темпов инфляции ставит вопрос о доверии к экономической политике правительства.

В целом, чтобы понять, как неопределенность инфляции влияет на рост реальных процентных ставок, целесообразно рассмотреть влияние повышения ожидаемой инфляции на номинальные процентные ставки. В самом простейшем случае, когда отсутствует неопределенность в отношении темпов инфляции, номинальная процентная ставка должна равняться величине дохода, который инвесторы считают необходимым для себя получить, отказываясь от потребления и инвестируя часть своих денег в какие-то безрисковые ценные бумаги со сроком погашения один год, при отсутствии инфляции, т.е. реального дохода, плюс ожидаемая инфляция. Последняя выступает как некоторая оценка действительной инфляции, поскольку номинальная процентная ставка определяется при покупке ценной бумаги.

Разумеется, учет ожидаемой инфляции не может полностью исключить для инвесторов, как и для заемщиков, инфляционные риски, поскольку фактическая и ожидаемая инфляция совпадают крайне редко. При превышении фактической инфляции над ожидаемой реальный доход инвестора будет ниже того, на который он первоначально рассчитывал. В противном случае, если фактическая инфляция окажется ниже ожидаемой, заемщики вынуждены будут платить, больше, чем необходимо, чтобы просто компенсировать инвесторам потери, вызванные инфляцией. Таким образом, неожиданная инфляция, как разница между фактической и ожидаемой инфляцией, ведет к перераспределению богатства между инвесторами (кредиторами) и заемщиками.

В такой ситуации для компенсации инвесторам риска неожиданной инфляции номинальная процентная ставка должна также включать премию за «инфляционный риск» в дополнении к премии за ожидаемую инфляцию. Как правило, инвестор, не склонный к риску, будет вкладываться в какой-либо рисковый актив

только в том случае, если доход будет выше, чем доход от сопоставимого, но менее рискованного актива.

Не менее важно, что, кроме повышения номинальной процентной ставки, неожиданная инфляция может приводить и к росту реальных процентных ставок. Поскольку реальная процентная ставка представляет собой разницу между номинальной процентной ставкой и ожидаемой инфляцией, то рост номинальной процентной ставки за счет премии за «инфляционный риск» автоматически повышает и реальную процентную ставку.

Издержки же от повышения реальной процентной ставки хорошо известны – снижение экономической активности и, в конечном счете, благосостояния потребителей. Последнее связано с тем, что рост реальной процентной ставки сокращает расходы в отраслях экономики, которые в значительной степени зависят от изменения процентной ставки – жилищное строительство и производство товаров длительного пользования. С точки зрения общеэкономических процессов рост реальной процентной ставки не только снижает инвестиции, но также может привести к процессам замены дорожающего капитала трудом, следствием чего станет снижение эффективности и объема производства.

Важным элементом оценки последствий инфляции является характер связи между уровнем инфляции и неустойчивостью тех или иных макроэкономических показателей. В большинстве случаев рассматривается связь между уровнем инфляции и опасностью неожиданной инфляции (инфляционной неопределенностью) [132; 228]. Вместе с тем можно отметить и влияние темпов инфляции на неустойчивость темпов экономического роста и изменений относительных цен [266].

Одно из объяснений, почему повышение темпов инфляции ведет к росту инфляционной неопределенности, было предложено Л. Боллом [158]. В соответствии с его моделью, по мере повышения темпов инфляции возрастает неопределенность оценок экономических агентов относительно действий центрального банка: при низких темпах инфляции все согласны с необходимостью поддержания инфляции на низком уровне, но при высоких темпах инфляции центральный

банк становится перед выбором: быстро снижать инфляцию и тем самым, по крайней мере в краткосрочном периоде, создавать опасность роста безработицы и снижения темпов экономического роста или не торопиться с ее снижением. В такой ситуации менее предсказуемыми становятся как действия центрального банка, так и само развитие инфляции⁴.

Другое объяснение подобного рода связи основано на предположении, что низкая инфляция совсем необязательно является главной целью экономической политики [209]. В этом случае денежные власти, которые в большей степени обеспокоены предотвращением экономического спада, нежели поддержанием низкого уровня инфляции, будут предпринимать такие действия, которые в краткосрочном периоде облегчают стимулирование экономического развития, но затрудняют контроль над инфляцией. Одним из подобных действий может стать таргетирование широкого агрегата денежной массы (например, агрегата М3), который с трудом поддается контролю со стороны центрального банка. Это усиливает неустойчивость денежной политики и, тем самым, повышает инфляционную неопределенность.

Негативное значение неустойчивости темпов экономического роста связано с тем, что неустойчивость снижает вероятность того, что экономика будет функционировать на уровне, соответствующем потенциальному объему выпуска, следствием чего будет снижение экономической эффективности и общего уровня благосостояния.

Причины, по которым более высокие темпы инфляции приводят к повышению неустойчивости экономического роста, принципе, те же самые, что приводят к росту инфляционной неопределенности. Как уже отмечалось, действия денежных властей, которые не всегда стремятся снизить инфляцию, приводят и к более

⁴ Первым на такие особенности денежной политики обратил внимание М. Фридман, который в своей Нобелевской лекции сказал: «Внезапный скачок инфляции оказывает сильное влияние на тех, кто противостоит ей. Политика перескакивает с одного направления на другое, способствуя значительным колебаниям фактических и ожидаемых темпов инфляции. И, конечно, в такой ситуации ни у кого нет однозначно определенных прогнозов. Все признают, что существует значительная неопределенность относительно того, какова окажется фактическая инфляция через некоторый промежуток времени» [247, p. 466].

высоким темпам инфляции и к большим колебаниям в проводимой денежной политике. А поскольку в краткосрочном периоде денежная политика, как правило, оказывает влияние на реальный объем выпуска, то рост неустойчивости при проведении денежной политики приводит и к повышению неустойчивости экономического роста⁵.

Наконец, повышение темпов инфляции усиливает неустойчивость относительных цен, т.е. колебаний цен одних товаров относительно других, или, что более точно применительно к темпам инфляции, колебаний цен товаров относительно той корзины товаров, на основе которой исчисляется показатель инфляции (как правило, это – индекс потребительских цен). Разумеется, некоторые колебания относительных цен являются необходимым условием для функционирования рыночной экономики, поскольку через них экономические агенты получают информацию об изменениях рыночной ситуации. Однако чрезмерные колебания относительных цен, особенно когда они не вызваны изменениями спроса или предложения, могут приводить к снижению экономической эффективности, ухудшая положение и бизнеса, и потребителей, поскольку экономические субъекты принимают решения, которые не основаны на истинной ситуации на рынке, что идет вразрез с их экономическими интересами. При этом если речь идет о колебаниях цен на факторы производства, то это может привести к выбору неэффективной технологии производства.

Высокие темпы инфляции приводят к значительным колебаниям относительных цен вследствие различий в «издержках меню», существующих в разных отраслях: часть производителей будет менять цен чаще, чем другие, и эта «асинхронность» будет тем сильнее, чем выше темпы инфляции.

Наконец, можно говорить о социальных издержках инфляции, которые, с

⁵Более формально положительная связь между уровнем инфляции и неустойчивостью экономического роста может быть выведена из кривой предложения Лукаса, которая связывает отклонения фактического объема выпуска от потенциального с неожиданной инфляцией – отклонением фактической инфляции от ожидаемой. Если величину неожиданной инфляции использовать в качестве показателя инфляционной неопределенности, то возникает логическая цепочка: рост темпов инфляции увеличивает инфляционную неопределенность, которая, в свою очередь, влияет на неустойчивость экономического роста.

одной стороны, связаны с инфляционным налогом, т.е. обесценением денежных средств, принадлежащих экономическим агентам, прежде всего населению, а с другой – изменениями в распределении доходов, хотя это влияние и трудно определить количественно.

Инфляционный налог, как и любой другой налог, может быть рассмотрен с двух позиций: с позиции налогоплательщика и с позиции получателя налоговых платежей. Налогоплательщиком здесь выступают экономические агенты, а получателем, как и получателем любого налога, – государства.

В данный момент нас интересует инфляция как своеобразный косвенный налог на население⁶. Проблема выигрыша государства, в связи с инфляцией, будет рассмотрена ниже.

С формальной точки зрения может рассматриваться как потери денежного имущества вследствие роста цен – экономические агенты (прежде всего это – домашние хозяйства):

$$IT = \pi \cdot \frac{M}{P}, \quad (5.16)$$

где IT – инфляционный налог; π – темп инфляции; $\frac{M}{P}$ – реальные денежные остатки. Содержательно это означает, что, поскольку при инфляции деньги обесцениваются, то для поддержания на неизменном уровне своих реальных денежных остатков экономические агенты должны увеличивать свои номинальные денежные остатки.

Что касается влияния инфляции на увеличение неравенства в распределении доходов, то удобной формальной схемой для иллюстрации данного механизма может быть своеобразная модель «аутсайдер» – «инсайдер» [192, р. 143-144]. В рамках подобных моделей все работники разделяются на две группы – аутсайдеры и инсайдеры. К первой относятся те, чья зарплата устанавливается на некотором номинальном уровне без всякой связи с возможными темпами инфляции; во вторую группу попадают те работники, чья зарплата, в соответствии с заключен-

⁶ Этот подход к инфляции имеет уже довольно длительную историю (см. [75]).

ным контрактом, корректируется в связи с инфляцией.

Если исходить из того, что работник-аутсайдер получает зарплату, а также владеет определенным количеством непроцентных активов (денежных средств), распределяя свои доходы на потребление и поддержание некоторого количества непроцентных активов, то инфляция оказывает значительное влияние на поведение работника. Рост цен, при некотором стабильном спросе на труд, снижает предложение труда и, следовательно, доходы работника-аутайдера. Кроме того, здесь он, во-первых, как любой экономический субъект несет потери, связанные с «издержками стоптанных башмачков», во-вторых, потери, связанные с необходимостью проведения новых переговоров об уровне заработной платы, в-третьих, происходит обесценение принадлежащих ему активов⁷. Избежать последнего возможно только в том случае, если инфляция будет абсолютно прогнозируемой (ожидаемой) и если запас непроцентных активов будет равен нулю, что является совершенно нереальным. Таким образом, для работника-аутайдера снижение потенциальных возможностей потребления происходит вследствие снижения как заработной платы, так и запасов денежных средств.

Что касается работника-инайдера, то здесь мы исходим, с одной стороны, из иных правил формирования его заработной платы (индексация на основе коллективных договоров или иной способ ее изменения в связи с инфляцией), и, с другой стороны, из предположения, что данный работник размещает свои свободные денежные средства в активы, которые приносят какие-либо процентные доходы. Следовательно, доходы работника-инайдера, если и снижаются, то заметно медленнее, чем доходы работника-аутайдера, что и порождает усиление неравенства.

Главными жертвами инфляции становятся наиболее нуждающиеся слои общества, которые в наименьшей степени способны отстаивать свои интересы. К категории работников-аутайдера относятся, прежде всего, низко оплачиваемые работники, у которых, во-первых, меньше шансов попасть под защиту коллективных договоров с индексируемой заработной платой, заключаемых профсоюзами.

⁷ Действует инфляционный налог.

Во-вторых, у них меньше возможностей для получения доходов от операций на финансовых рынках, поскольку существуют и некоторые минимальные суммы, необходимые для осуществления таких операций, и обратная зависимость величины комиссионных затрат от суммы сделки.

Попытки государства снизить генерируемый инфляцией рост неравенства в доходах путем налогообложения более богатых и выплаты субсидий бедным, чаще всего, обречены на неудачу, поскольку число потенциальных получателей таких субсидий будет значительно больше, чем число потенциальных налогоплательщиков.

Кроме того, изменения всех социальных выплат (пенсий, пособий и т.п.) следуют за инфляцией с каким-то временным лагом, и, следовательно, те социальные группы, которые в наибольшей степени зависят от этих выплат, при повышении инфляции будут сразу сталкиваться с потерями реальных доходов, получая «компенсацию» с некоторым опозданием.

Неожиданный рост инфляции целом сильнее бьет по тем, кто живет на зарплату, чем по предпринимателям, которые способны к более быстрому приспособлению к изменившимся условиям. Это, например, может объясняться уже упоминавшейся спецификой налогообложения: при прогрессивной шкале налога на доходы, если интервалы налогообложения не корректируются постоянно в связи с инфляцией, то растущие номинальные доходы будут снижаться, в связи с переходом к более высокой ставке налогообложения, даже тогда, когда будет уменьшаться реальная величина располагаемого дохода. Как уже отмечалось выше, при неожиданной инфляции в лучшем положении, по сравнению с кредиторами оказываются заемщики, а также инвесторы, вкладывающие средства в финансовые активы по сравнению с теми, кто инвестирует в реальное производство. Индексация цен и доходов может помочь снизить эти виды рисков, но не исключить их полностью. При этом сама индексация, основанная на прошлой инфляции, может затруднить снижение темпов инфляции.

Следует также отметить, что снижение реальных доходов (реальной заработной платы) возможно даже в случае, если инфляция полностью ожидаема и

отсутствуют лаги в индексации доходов. Это нетрудно обосновать в рамках простой модели двухсекторной экономики, включающей сектор, производящий потребительские блага (трудоемкие блага), и сектор, производящий инвестиционные блага (капиталоемкие блага) [186, р. 126-127], а также, в качестве вспомогательного, банковский сектор, обеспечивающий связь сбережений и инвестиций. В исходной ситуации правительство производит некоторые единовременные выплаты домашним хозяйствам и, тем самым, порождает дефицит бюджета. Для финансирования дефицита правительство прибегает к росту денежной массы, что и вызывает инфляцию. Если не происходит индексации процентных ставок по депозитам, то их реальная величина падает вплоть до отрицательных величин. В результате домашние хозяйства начинают выводить свои средства из финансовой системы, что сокращает реальные объемы кредитования банками бизнеса. Это, в конечном счете, приводит к снижению объема капитала в экономике и падению ВВП. Труд становится менее производительным, спрос на него снижается, и реальная заработная плата тоже.

Одновременно происходит изменение структуры ВВП: в связи со снижением объема капитала снижается предложение капиталоемких (инвестиционных) товаров и возрастает предложение трудоемких (потребительских). При сохранении исходного уровня цен первые становятся дефицитными, а вторые – избыточными. Результатом становится изменение относительных цен – трудоемкие товары дешевеют, что ведет и к удешевлению основного фактора, используемого в их производстве, – труда, и реальная заработная плата также снижается. Это усиливает падение реальной заработной платы, вызванное снижением спроса на труд. В результате снижение реальной заработной платы может оказаться даже выше, нежели падение ВВП.

Вместе с тем, наряду с явными потерями для общества, инфляция может приносить и определенные выгоды. Помимо инфляционного налога, который «собирает» государство, на чем мы остановимся чуть ниже, можно назвать несколько проблем, разрешение которых облегчается при наличии инфляции. Во-первых, фирмам, как правило, крайне сложно снижать номинальную заработную

плату, но в условиях инфляции за счет изменения реальной заработной платы можно достаточно быстро получить необходимые изменения в экономике и межотраслевое перераспределение ресурсов: снижение реальной заработной платы приводит к снижению предложения труда в отдельных отраслях или производствах и перетоку трудовых ресурсов в другие отрасли.

Во-вторых, существует нулевая граница номинальной процентной ставки, которая не может быть отрицательной⁸, и, следовательно, чрезмерно низкая инфляция, которая сопровождается и низкими номинальными процентными ставками, может ограничить возможности для центрального банка воздействовать на экономическую ситуацию, например, в условиях падения спроса. Нулевая процентная ставка в сочетании с нулевой инфляцией означает и нулевую реальную процентную ставку, что, несомненно, является сдерживающим фактором для инвестирования.

Таким образом, здесь можно говорить не только о том, что высокий уровень инфляции приводит к росту неопределенности в экономическом развитии, но и инфляция ниже некоторого минимального уровня также может способствовать повышению такой неопределенности.

Вместе с тем основной потенциальный выигрыш от инфляции связан с возможностью для государства получения инфляционного налога – сеньоража.

Строго говоря, сеньораж является эмиссионным доходом, т.е. доходом, получаемым правительством (государством) от создания денег. Здесь предполагается, что создание (печатанье) денег стоит ничтожно мало по сравнению со стоимостью товаров и услуг, на которые эти деньги могут быть обменены. Количественно сеньораж определяется как прирост обязательств денежных властей – денежной базы.

С точки зрения правительства сеньораж представляет собой такой же источник для финансирования правительственных расходов как налоги или прирост государственного долга, т.е. отказ от сеньоража или сокращение сеньоража при неизменной величине государственных расходов будет означать необходимость

⁸Одним из первых на это обратил внимание Л. Саммерс [395].

увеличения налогов или государственных заимствований.

Формально, в самом простейшем виде, сеньораж может быть выражен следующим образом:

$$SE = \frac{\Delta M}{M} \cdot \frac{M}{P}, \quad (5.17),$$

где SE – сеньораж; $\frac{\Delta M}{M}$ – прирост предложения денег.

Сравнивая выражения (5.16) и (5.17), нетрудно заметить, что они равны лишь в том случае, если темп роста цен (инфляция) будет равен темпу роста предложения денег, т.е. $\Delta P/P = \Delta M/M$, т.е. правительство будет получать в качестве дохода (сеньоража) все потери экономических агентов, связанные с обесценением денег (инфляционный налог). Здесь только следует иметь в виду, что предложение денег в обоих случаях предполагается равным величине денежной базы.

Общеэкономические положения, характеризующие издержки и выгоды инфляции, должны соблюдаться и в условиях переходной экономики. Представляется, что различия между зрелыми рыночными экономиками и переходными экономиками в этом случае являются скорее количественными, нежели качественными.

Прежде всего, эти различия порождаются различиями в структуре экономики и, особенно, в ее институциональной структуре. Здесь следует выделить, во-первых, широкомасштабное использование для сохранения стоимости денег альтернативных валют, во-вторых, особенности налоговой системы и применения налоговых норм, в-третьих, явно недостаточное развитие многих сегментов финансового рынка, например, рынка ипотечных бумаг.

Наличие этих особенностей позволяет сделать некоторые предположения о специфике потерь от инфляции в условиях переходной экономики. Во-первых, существование валютного замещения приводит к тому, что потери от инфляции, связанные с обесценением денег, могут оказаться существенно заниженными, поскольку не учитываются издержки от проведения конвертации в альтернативную

валюту и обратно. Таким образом, данный элемент потерь от инфляции в условиях переходной экономики, оказывается выше, чем в условиях развитой рыночной экономики.

Здесь, правда, следует иметь в виду, что высказывается и иная, абсолютно противоположная точка зрения (см. [106]), однако автор, во-первых, прямо указывает, что в структуре денежной массы он не учитывает депозиты в иностранной валюте и, что, пожалуй, наиболее интересное, указывает, что в России «не развиты альтернативные деньгам финансовые активы», забывая при этом об иностранной валюте.

Что касается издержек инфляции, связанных с изменениями цен, включая издержки меню, то здесь, очевидно, в странах с переходной экономикой следует выделить две группы: страны Центральной и Восточной Европы, где либерализация цен прошла относительно быстро и охватила очень широкий круг товаров и услуг, и страны бывшего СССР, исключая страны Балтии, где, в большинстве случаев, либерализация цен проходила медленнее и до настоящего времени в полной мере еще не завершена. В первой группе стран, как показывают многие исследования (см. например, [181]), произошла очень быстрая корректировка цен, включая не только уровень, но и соотношение цен, в первые годы радикальных реформ, и последствия инфляции, связанные с корректировкой цен, в этой группе стран стали очень близки к подобного рода последствиям в странах с рыночной экономикой. В странах, относящихся ко второй группе, корректировка цен до сих пор не завершена, поэтому искажающие последствия, связанные с необходимостью изменения цен в условиях инфляции должны быть выше, чем в странах с рыночной экономикой.

Сравнивая влияние формальной институциональной структуры (налоговых законов, правил определения издержек) в условиях переходной и рыночной экономик, следует, прежде всего, учитывать, что в странах с переходной экономики налоговая дисциплина, включая как способность налоговых органов обеспечить сбор налогов, так и готовность налогоплательщиков соблюдать налоговые законы, значительно ниже. Это объясняется, прежде всего, тем, что фискальные органы,

по сравнению с соответствующими органами стран с рыночной экономики, еще недостаточно опытны и квалифицированы для того, чтобы обеспечить эффективный контроль за уплатой налогов и борьбу с уклонением от уплаты налогов⁹. С одной стороны, последствием такой ситуации становятся меньшие потери экономических субъектов от искажения уровня налогообложения под влиянием инфляции, с другой стороны, это вынуждает государство устанавливать более высокие налоговые ставки, чтобы обеспечить получение необходимого объема доходов. Таким образом, величина потерь от инфляции, связанных с искажениями в налогообложении, оказывается неопределенной, но можно предположить, что она будет достаточно высока.

В условиях массового уклонения от уплаты налогов структура налоговых поступлений становится в значительной степени случайной, так что даже правильно построенная система налогообложения будет подвержена существенным искажениям. Это же можно отнести и к системе учета. В этой сфере чем больше возможности к «приукрашиванию» финансовых показателей, тем легче фирмам представлять искаженную картину налоговым органам и акционерам, и тем более неясной является инвестиционная ситуация, что препятствует развитию финансового рынка.

Неразвитость финансовых рынков, значительное валютное замещение, часто применяемая индексация заработных плат и пенсий привели к тому, что частные заимствования в странах с переходной экономикой были намного менее распространены по сравнению со странами с развитой рыночной экономикой; это снижало негативное влияние инфляции. Одновременно регулярно проводимые индексации ограничивали и отрицательное влияние неожиданных изменений инфляции. С другой стороны, более высокий уровень неопределенности темпов инфляции в условиях переходной экономики препятствует появлению долгосрочных заимствований.

Особо заметно негативное влияние инфляции в условиях переходной экономики на развитие рынка недвижимости, прежде всего рынка жилья. Поскольку

⁹ Здесь мы оставляем за рамками рассмотрения качество налогового законодательства.

распределение жилья, как пространственное, так и «личное», в условиях плановой экономики основывалось не на экономических критериях, то развитие рынка жилья должно способствовать улучшению общественного благосостояния. Инфляция, увеличивая стоимость ипотеки, как раз и препятствует развитию.

Развитие инфляционных процессов в переходной экономике демонстрирует значительные изменения относительных цен, т.е. разные темпы роста цен на различные товары. В самом начале радикальных реформ это было вполне объяснимо, поскольку происходила корректировка цен в соответствии рыночным спросом и рыночными издержками производства. Даже если ограничиться продовольственными товарами, то в 1994 году в России рост цен колебался от 2,36 раза на говядину до 5,52 раза на рис, в 1995 году – от 1,48 раза на лук до 3,2 раза на муку¹⁰; в Белоруссии в эти же годы: от 1,53 раза на чай до 6,1 раза на картофель и от 1,81 раза на лук до 6,47 раза на молоко¹¹. В последующие годы также сохранялись существенные различия в темпах роста цен на отдельные товары. В России, например, в 2001 году изменения цен на продовольственные товары колебались от –24,6% (гречневая крупа) до 43,3% (морковь) [129, с. 32-33]. В Польше в 2000 году диапазон изменения цен на продовольственные товары составлял от –44,2% (белокочанная капуста) и –37,3% (картофель) до 16,7% (мясо) и 30% (хлеб) [199].

Такие изменения относительных цен, несомненно, подрывают информационную функцию цен. Поскольку, как уже отмечалось, более высокие темпы инфляции сопровождаются и более значительными колебаниями относительных цен, то снижение инфляции снизило бы чрезмерные колебания относительных цен и улучшило реализацию их информационной и распределительной функций.

Если говорить о специфических выгодах от инфляции, возникающих в условиях переходной экономики, то следует, прежде всего, выделить возможные положительные последствия от активизации поиска потребителями наиболее дешевого товара. При достаточно высоких темпах инфляции и в условиях существования издержек меню изменения цен происходят асинхронно, поэтому у потребите-

¹⁰ Рассчитано по [110, с. 556].

¹¹ Рассчитано по [67 с. 272].

лей появляется стимул для поиска наиболее дешевого товара. Результатом этого, с точки зрения микроэкономических последствий, становится рост эластичности спроса и снижение выигрыша продавцов в условиях несовершенной конкуренции. Однако здесь не следует забывать, что сам поиск наиболее дешевого товара предполагает определенные издержки, поэтому общий выигрыш благосостояния вряд ли может быть значительным.

Конкретные величины выигрышей и потерь от инфляции для стран с переходной экономикой можно получить, рассчитав величины сеньоража и инфляционного налога. Результаты расчетов приведены в Таблицах IV.1–IV.3 Приложения IV.

В расчетах вместо простых формул (5.16) и (5.17) мы использовали модифицированные формулы. Необходимость этого связана с тем, что сами по себе абсолютные величины сеньоража и инфляционного налога малоинформативны в случае, если производится оценка этих величин для группы стран, в силу различных размеров экономик этих стран. Более точной оценкой и сеньоража, и инфляционного налога является их определение как доли в ВВП. В связи с этим формулы для расчета получили следующий вид:

сеньораж –

$$SE = \frac{M_1 - M_0}{Y}, \quad (5.18)$$

где $M_1 - M_0$ – годовое изменение денежной базы, Y – номинальный ВВП;

инфляционный налог –

$$IT = \frac{\pi}{1 + \pi} \cdot \frac{M^S}{Y}, \quad (5.19)$$

где π – темп инфляции (конец года)¹², M^S – среднегодовая денежная база (денежная масса).

Величины сеньоража (см. Приложение IV Таблица IV.1) показывают, что для стран с переходной экономикой в целом сеньораж является важным источни-

¹² Такое представление ставки инфляционного налога стало общепринятым после статьи С. Фишера [234].

ком доходов государства: в течение всего периода радикальных реформ величина сеньоража составляла более 1,5% ВВП, в то время как в индустриально развитых странах она, как правило, не превышает 0,5% ВВП. Более низкие значения сеньоража (менее 1%) по сравнению со средними в последние годы были характерны для стран, наиболее успешно проводящих экономические реформы и снижающих темпы инфляции – Венгрии, Словении, Чехии, отчасти Польши. При этом вполне логично выглядит и обратная связь: именно успехи в развитии экономики позволили этим странам снизить свою зависимость от сеньоража, как источника дохода государства. Наибольшую зависимость от сеньоража, как источника дохода, демонстрируют страны, испытывающие экономические трудности: Босния и Герцеговина, Сербия и Украина, – у них средняя величина сеньоража в последние годы превышает 3,5% ВВП.

Величина инфляционного налога на денежную базу после некоторого снижения в первые годы реформ также остается довольно устойчивой, превышая 0,5% ВВП (см. Приложение IV Таблица IV.2). В развитых странах эта величина примерно вдвое ниже.

Инфляционный налог на денежную базу можно трактовать как нижнюю границу оценки потерь стоимости денежных активов вследствие инфляции. Ее верхней границей можно считать инфляционный налог на денежную массу, существенно превышавший, за редкими исключениями, в течение всего периода реформ 1,5% ВВП (см. Приложение IV Таблица IV.3). Строго говоря, эту оценку нельзя характеризовать как абсолютные потери, поскольку в состав денежной массы (широких денег) входят и активы, приносящие процентный доход, который может частично компенсировать потери от инфляции, однако, с другой стороны, здесь происходит обесценение и номинального дохода, приносимого процентными активами.

5.2. Оптимальный темп инфляции

Проведенный в предыдущем параграфе анализ издержек и выгод инфляции показал, что, наряду с явными издержками, существование инфляции может при-

носить определенные выгоды, поэтому, неизбежно, встает вопрос о возможном существовании некоторого оптимального уровня инфляции, при котором выгоды от инфляции превышают издержки. При этом, однако, не следует забывать о существовании экономических механизмов инфляции, рассмотренных в п. 2.2, которые не позволят обеспечить в течение длительного времени нулевой уровень инфляции без ущерба для экономического развития.

Первоначальные подходы к определению оптимального уровня инфляции основывались на необходимости исключения потерь благосостояния, описанных ранее, при этом предполагалось, что любые потенциальные выгоды инфляции будут ниже, чем ее издержки при некотором уровне инфляции.

Общая логика в определении оптимального уровня инфляции базировалась на следующем (см., например, [157; 248; 306; 421]): альтернативные издержки хранения денег частным сектором зависят от номинальной процентной ставки, в то время как предельные издержки «создания денег» (расходы на их изготовление) фактически равны нулю. Этот разрыв между частными и общественными предельными издержками, существующий при положительной номинальной процентной ставке, порождает неэффективность в экономике, которая может быть устранена в случае, если номинальная процентная ставка будет равна нулю, так как нулевыми станут альтернативные издержки частного сектора. Отсюда несложно выводится и оптимальный уровень инфляции: поскольку $(1 + i) = (1 + r) \cdot (1 + \pi)$, где i – номинальная процентная ставка, r – реальная процентная ставка, π – темп инфляции, то при $i = 0$ темп инфляции будет равен $\pi = -r / (1 + r) \approx -r$. Таким образом, оптимальный темп инфляции должен представлять собой темп дефляции примерно равный (по абсолютной величине) реальной процентной ставке.

При всей простоте и логичности такого обоснования оптимального уровня инфляции оно может быть подвергнуто критике с двух основных направлений. Первое связано со спецификой самого подхода М. Фридмана, который основан на «предположении полной ликвидности». Это предположение означает существование экономики с рынками совершенной конкуренции, свободной от каких-либо

искажений, вносимых существованием рыночной силы тех или иных экономических субъектов, негибкостью цен и заработной платы, издержками меню и т.д.

В целом, все аргументы, ставящие под сомнение «предположение полной ликвидности» и, соответственно, обоснование оптимального уровня инфляции как отрицательной инфляции (дефляции) можно свести к пяти основным пунктам (см. [388, р. 345]).

Во-первых, рынок не всегда быстро справляется с восстановлением экономического равновесия, особенно в условиях избыточного предложения, и небольшая инфляция может стать тем фактором, который улучшит распределение ресурсов.

Во-вторых, состояние общественных финансов в ситуации неэффективности рынка может привести к необходимости «обложения денег», т.е. к извлечению инфляционного налога – сеньоража.

В-третьих, снижение привлекательности владения активами в форме наличных денег может уменьшить угрозы подрыва устойчивости функционирования банковского сектора, в особенности той его части, которая занимается привлечением депозитов населения.

В-четвертых, возникновению случайных спадов в экономике, в соответствии с общепризнанными положениями экономической теории, следует противодействовать снижением номинальных процентных ставок; поскольку номинальные процентные ставки не могут быть отрицательными, то в обычной ситуации они тем более должны быть положительными, чтобы иметь некоторое «пространство» для снижения в случае необходимости.

В-пятых, многие фирмы предпочитают сохранять цены неизменными в течение длительного периода, что указывает на некоторую степень рыночной власти и систематическое завышение цен, которые умеренная инфляция может снизить.

Остановимся подробнее на каждом из этих пяти аргументов.

Первый аргумент основан на неоднократно отмечавшемся выше предположении о жесткости заработной платы и цен к понижению. Это означает, что из-

лишнее предложение любого товара имеет тенденцию стать устойчивым. Поскольку в такой ситуации цены данного товара становятся слишком высокими, то восстановление общего равновесия произойдет быстрее, если цены на другие товары будут возрастать, нежели будет снижаться цена данного товара.

Применительно к рынку труда такой подход предполагает, что существует отрицательное соотношение между темпом инфляции и средним уровнем безработицы. Вместе с тем, как правило, считается, что любые выгоды от повышения темпов инфляции являются незначительными и краткосрочными по сравнению с проблемами, которые это создает, включая издержки, связанные с решением задачи снижения темпов инфляции. Однако даже если предположить, что превышение темпа инфляции над некоторым уровнем, например, 5-6%, приводит к серьезному ущербу для экономики, это не означает, что макроэкономическая стабильность в большей степени подвергается опасности при низкой инфляции в 1-3%, нежели при дефляции.

Ряд исследований [149; 150] показал, что небольшая инфляция может снижать безработицу в долгосрочном периоде, в то время как высокие темпы инфляции, усиливая неопределенность будущего развития, могут привести к росту безработицы. Было установлено, что для США годовой темп инфляции, минимизирующий безработицу, находится в интервале от 1,5% до 4%.

Второй аргумент против фридмановского «предположения о полной ликвидности» базируется на ряде положений, впервые высказанных Э. Фелпсом [361]. Положительная номинальная процентная ставка является искажающим налогом на реальные денежные активы, но такими же искажающими являются и другие налоги – подоходный, налог на добавленную стоимость, налог с продаж и т.п. В связи с этим возникает вопрос – являются ли деньги настолько специфическим и уникальным благом, что они должны быть освобождены от налогообложения. Какие-либо аргументы, позволяющие безапелляционно дать положительный ответ на данный вопрос найти сложно, тем более что правительства, в подавляющем большинстве случаев, нуждаются в больших доходах, что влечет за собой значительные искажения в экономической равновесии, а налогообложение

денег позволяет несколько снизить эти искажения. Важным здесь является и то, что объектом налогообложения становятся и сделки в теневой экономике, поскольку они обслуживаются в значительной степени наличными деньгами.

С другой стороны, «налогообложение денег» в большей степени затрагивает интересы относительно бедных граждан по сравнению с богатыми. И здесь уже, по крайней мере, до тех пор, пока потребность в правительственных расходах не становится слишком большой, политическим выбором становится покрытие этих расходов за счет налогообложения денег или за счет иных налоговых источников, например, подоходного налога.

Третий аргумент, ставящий под сомнение возможность снижения цен на величину, равную (по модулю) реальной процентной ставке основывается на положениях, высказанных Ф. Эджуортом более 100 лет назад [225]. По мнению Ф. Эджуорта рынок розничных банковских услуг (прежде всего рынок депозитов) может не быть рынком совершенной конкуренции, поскольку сама специфика операций отрасли предполагает ситуацию, когда в отрасли действуют лишь несколько крупных розничных банков. В таком случае, если целью банков является извлечение максимальной прибыли, то они могли бы пользоваться своей рыночной силой для того, чтобы снижать доходы по депозитам¹³, что, в свою очередь, может привести к снижению предложения депозитов.

В случае возникновения подобной ситуации возможны два способа решения проблемы. Первый – административный, когда государство вынуждает банки повышать процент по депозитам и снижать – по кредитам. Однако такая политика, в конечном счете, может привести к снижению устойчивости банковской системы.

Второй способ состоит в установлении небольшого «налога на деньги». Наличные деньги являются несовершенным субститутутом банковских депозитов, и если величина депозитов становится слишком низкой с точки зрения обществен-

¹³ П. Синклэр, обративший внимание на эти идеи Ф. Эджуорта, отмечает, что это лишь гипотеза, не находящая, по крайней мере, в настоящее время, подтверждение в Великобритании [387, p. 346].

ного благосостояния и не может быть увеличена посредством административных мер, тогда и возникает необходимость в налогообложении их субститутов. В результате объем банковских депозитов должен возрасти, что, в первую очередь, должно увеличить общественное благосостояние (при отсутствии каких-либо негативных последствий) и только во вторую – привести к снижению благосостояния, вследствие снижения объема денежных средств у экономических субъектов. В таком случае небольшой «налог на деньги», которым и является инфляция, также повысил бы устойчивость банковской системы и снизил риск банкротств.

Четвертый аргумент против предложения Фридмана об оптимальном уровне инфляции как дефляции на уровне равном отрицательной реальной процентной ставке, связанный с необходимостью обеспечения возможности маневра при проведении денежной политики, опирается на три постулата:

- номинальная процентная ставка, устанавливаемая центральным банком (учетная ставка, ставка рефинансирования), является ключевым элементом денежной политики;
- номинальная процентная ставка никогда не может быть отрицательной;
- в некоторых случаях неожиданные шоки в экономике делают необходимым проведение экспансионистской денежной политики.

Как уже отмечалось, строгое следование фридмановскому предположению о полной ликвидности означает установление номинальной процентной ставки на нулевом уровне. Вместе с тремя названными постулатами это подразумевает, что центральный банк закрывает себе любую возможность проводить временное ослабление денежной политики, даже если это оправдано. Остается возможность добиться сжатия спроса, поскольку это влечет за собой временный рост процентной ставки. Однако второй постулат предполагает наличие минимального, но не максимального уровня процентной ставки, и дальнейшее ослабление денежной политики становится практически невозможным, если процентная ставка уже находится на нижней границе. Это связано с тем, что центральный банк не дает возможности использовать такой стандартный инструмент своей политики как временное понижение процентной ставки.

Особое значение здесь имеет то, что в краткосрочных макроэкономических моделях существует положительная связь между совокупным спросом и ожидаемой инфляцией. Покупатели будут стремиться делать покупки заранее, если они ожидают повышения цен. Ожидание снижения цен, напротив, будут способствовать откладыванию покупок. Следовательно, в тех обстоятельствах, когда оказывается необходимым восстановление значительно снизившегося совокупного спроса, предположение "полной ликвидности" оказывается помехой такому шагу.

Таким образом, ключевым элементом четвертого аргумента против фридмановского предложения оптимального уровня инфляции является то, что центральный банк должен стремиться поддерживать относительно высокую положительную номинальную процентную ставку, чтобы сохранять пространство для ее снижения в случае необходимости.

Вместе с тем следует иметь в виду, что некоторые исследователи считают этот вывод слишком категоричным, отмечая, что, даже если номинальная процентная ставка равна нулю, центральный банк сохраняет возможность ослабления денежной политики, когда это становится необходимым. В этом случае он может приобретать на открытом рынке долгосрочные облигации, которые еще обеспечивают положительную номинальную доходность при погашении, либо акции или валюту (см. [312]). Наконец, при очень небольшой положительной номинальной процентной ставке, компенсировать незначительное по величине снижение процентной ставки центральным банком могло бы увеличение продолжительности периода, в течение которого сохранялась бы низкая процентная ставка.

Однако в той степени, в какой три отмеченных выше «постулата» сохраняют свою значимость в современных условиях, они, даже в самом крайнем случае, допускают дефляцию намного меньшую, чем тот ее уровень, который соответствовал бы предложению Фридмана об оптимальном уровне инфляции, таким образом, здесь оказывается больше аргументов в пользу нулевой или даже положительной инфляции.

Наконец, пятый аргумент против предложения Фридмана о величине оптимального уровня инфляции, связан, как это ни парадоксально прозвучит, с из-

держками меню, рассмотренными нами ранее в качестве одного из отрицательных последствий инфляции. Не отвергая сказанное ранее, рассмотрим издержки меню в несколько ином контексте – с точки зрения определения оптимального уровня инфляции.

Как уже отмечалось, издержки меню представляют собой реальные издержки изменения цен. Они характеризуют несовершенство рынка, поскольку препятствуют гибкости цен. Если бы требовалось проводить денежную политику, целью которой была бы минимизация издержек меню, то общий уровень инфляции должен был бы быть равен нулю.

Вместе с тем наличие издержек меню не означает, что идеальной для экономики является нулевая инфляция. В подтверждение этого тезиса можно высказать три аргумента.

Во-первых, должны быть приняты во внимание другие факторы, в частности выгоды от снижения цен в духе рассматриваемого предположения Фридмана об оптимальном уровне инфляции.

Во-вторых, существование издержек меню помогает объяснить негибкость цен при низкой инфляции, однако это плохо сочетается с условиями совершенной конкуренции. Фирмы в условиях совершенной конкуренции, как известно, принимают цены, складывающиеся на рынке. Те же фирмы, которые сталкиваются с издержками, связанными с изменениями цен (издержками меню), сами устанавливают цены, что может приводить к завышению цен и, как следствие, недопроизводству. В отличие от условий совершенной конкуренции, такая ситуация, если фирмы стремятся к максимизации прибыли, должна ограничивать ценовую дискриминацию и препятствовать входу в ту или иную отрасль производства.

В-третьих, реальная процентная ставка, как правило, положительная, что означает, что фирмы больше обеспокоены реальной прибылью текущего периода, нежели будущего.

Если предположить, что фирме, обладающей рыночной властью, известен общий темп инфляции, являющийся постоянным, то при отсутствии издержек меню, предельные издержки росли бы темпом равным темпу инфляции, что приво-

дило бы и к соответствующему росту номинальной цены, максимизирующей прибыль. Однако существование издержек меню сделало бы непрерывное изменение цен чрезмерно затратным. Вместо этого номинальная цена на продукцию фирмы изменяется периодически через какой-либо промежуток времени, оставаясь неизменной между такими пересмотрами. Если реальный спрос и реальные предельные издержки остаются устойчивыми, то, при прочих равных условиях, стабильная инфляция сделала бы временной интервал между периодическими изменениями цен постоянным. В такой ситуации фирма могла бы выбирать величину и частоту изменений номинальных цен на свою продукцию, чтобы максимизировать величину дисконтированной чистой прибыли.

Если предположить, что пересмотр цен, при наличии издержек меню, производится один раз в год, а инфляция и реальная процентная ставки равны по величине, то в первом полугодии цена, максимизирующая прибыль, оказалась бы выше, чем она была бы при отсутствии издержек меню, а во втором полугодии она оказалась бы ниже.

Здесь как раз и встает проблема дисконтирования (реальной процентной ставки). То, что теряется вследствие первоначального завышения цены должно иметь большее значение, чем потери от занижения цены. Это означает, что инфляция должна снижать среднюю реальную цену. В таком случае, как правило, возрастает объем производства. В конечном счете, цена, в среднем, должна максимально приближаться к своей общественно оптимальной величине – величине предельных издержек. Этот эффект будет максимальным, если инфляция будет положительной но очень небольшой по величине, тогда интервал между корректировками цен был бы очень длительным.

Если бы вместо небольшой инфляции была бы небольшая дефляция, то корректировка цен также происходила бы очень редко. Однако во времени потери от завышения и занижения цен были бы распределены в обратном порядке. Дефляция означает, что в промежутке между корректировками цен реальная цена повышалась бы, а не снижалась. Следовательно, сначала фирма считала бы, что установленная цена, в реальном выражении, слишком низка, и стремилась бы к

увеличению средней реальной цены, что могло бы привести к снижению объема производства, увеличивая потери общественного благосостояния вследствие наличия монопольной власти.

Эти выгоды и потери от изменения средних реальных цен, устанавливаемых фирмами, обладающими рыночной властью, должны быть сопоставлены как с самими издержками меню, которые минимизируются при нулевой инфляции, так и с выгодами от обладания реальными денежными запасами, которые максимизируются при инфляции равной реальной процентной ставке, взятой со знаком минус. В конечном счете, итог зависит от величины последних выгод: если они незначительны, то оптимальный уровень инфляции, несомненно, должен быть положительным; если же они велики, то инфляция должна быть отрицательной и равной фридмановскому оптимуму или близкой к нему. Однако здесь важен следующий момент: очень низкая отрицательная инфляция (дефляция) оказалась бы столь же вредной для экономики, как и высокая положительная инфляция. Таким образом, резюмируя все рассуждения, связанные с пятым контраргументом против фридмановского предположения о полной ликвидности и, как следствие, подхода к определению оптимального уровня инфляции можно сделать вывод, что низкая инфляция лучше, чем низкая дефляция¹⁴.

Графически определение оптимального уровня инфляции можно представить, используя подход, предложенный П. Синклэром в уже упоминавшейся статье, (см. [388, p. 348]) (Рисунок 5.1).

На данном рисунке в качестве измерителя потерь от инфляции денежных средств использованы «издержки стоптанных башмачков», рассмотренные нами в предыдущем параграфе. Их минимальный уровень соответствует оптимальному уровню инфляции по Фридману. Потери растут по мере роста темпов инфляции. При этом следует выделять два противоположных уровня этих издержек – низкие и высокие (и, соответственно, две кривые). Низкие издержки представлены кри-

¹⁴ Строго говоря, в данном контексте этот вывод справедлив при некоторых предположениях: постоянных предельных издержках, постоянной эластичности спроса, постоянных и известных темпах инфляции и величине реальной процентной ставки и существовании некоторого континуума однородных фирм, обладающих рыночной властью и максимизирующих прибыль.

вой AL , а высокие – кривой AH .

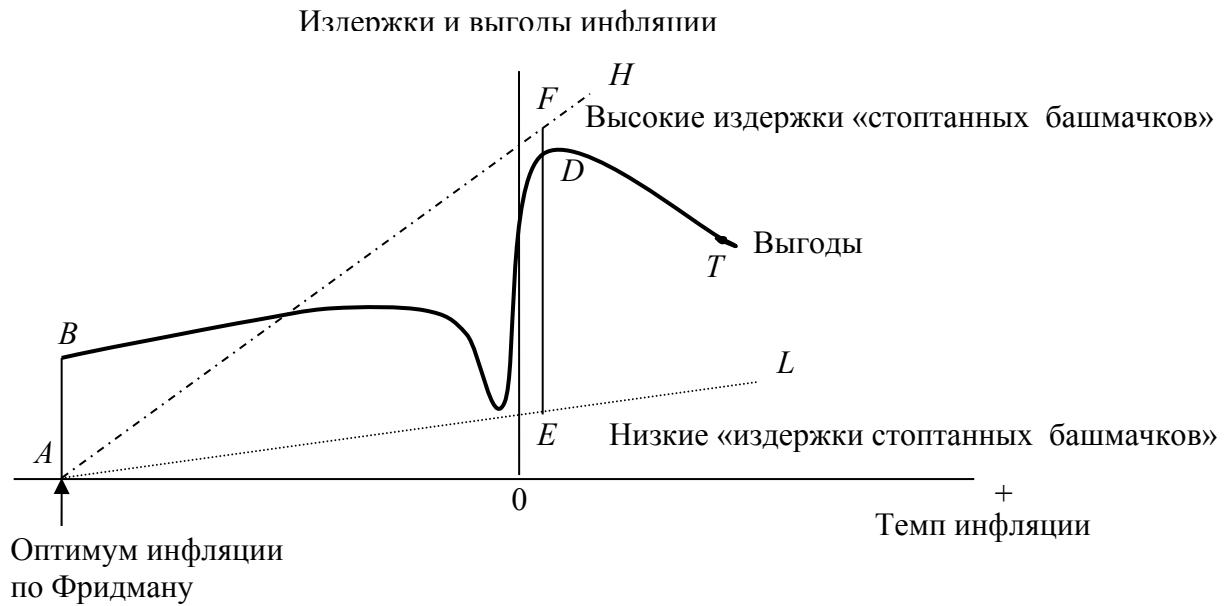


Рисунок 5.1 – Соотношение издержек и выгод инфляции

Выгоды, связанные с наличием инфляции, здесь складываются с учетом средних прибылей фирм, чистых издержек меню и среднего излишка потребителя. Они представлены кривой BT , которая показывает связь между выгодами от инфляции и темпом инфляции.

Оптимальный уровень инфляции определяется как максимальная разность между выгодами от инфляции и ее издержками. Из рисунка видно, что, как мы отмечали несколько выше, при низком уровне «издержек стоптанных башмачков» выгоды от инфляции максимальны при небольшом положительном уровне инфляции, а если «издержки стоптанных башмачков» велики, то оптимальным будет отрицательный уровень инфляции в соответствии с критерием Фридмана.

Также нетрудно заметить, что выгоды от инфляции максимальны при небольшом положительном уровне инфляции, а минимальны при небольшой дефляции (отрицательной инфляции). При этом при высокой инфляции и при высокой дефляции, когда корректировки цен становятся более частыми, выгоды от инфляции оказываются ниже, чем при нулевой инфляции.

Чистый выигрыш общества при оптимальном уровне инфляции по Фридма-

ну представлен на рисунке отрезком AB , это меньше, чем отрезок DE , который представляет собой чистый выигрыш от инфляции в случае низких «издержек стоптанных башмачков», но больше, чем отрезок DF , который показывает чистые издержки от инфляции в случае высоких «издержек стоптанных башмачков». При дефляции существует несколько факторов, определяющих формы кривой выгод от инфляции: очень низкие темпы дефляции предполагают, что интервал между периодическим снижением цен является очень длительным, и поэтому у фирм возникает мощный стимул к повышению реальных цен в ущерб интересам общества. По мере роста темпа дефляции этот эффект ослабевает, поскольку корректировки цен становятся более частыми. При этом сначала происходит рост выгод, поскольку несколько снижаются реальные цены фирм-монополистов, однако по мере повышения темпа дефляции средние издержки меню становятся существенными, и предельная выгода от снижения средних цен фирм-монополистов исчезает.

Таким образом, можно прийти к заключению, что инфляция должна быть положительной, но минимальной по величине. Однако эта величина заметно возрастает, если мы учтем в нашем анализе возможность повышения эффективности производства у фирм-монополистов. Если представить двухсекторную экономику, в которой половина общего объема производства сосредоточено в секторе несовершенной конкуренции, а половина в секторе совершенной конкуренции, где отсутствуют издержки меню, и предположить, что эффективность производства фирм-монополистов растет темпом 4% в год, а эффективность производства в конкурентном секторе остается неизменной, то, при условии низких «издержек стоптанных башмачков», оптимальный уровень инфляции оценивается как близкий к 2% [385, р. 349]. Это обосновывается следующим образом: фирмы-монополисты не должны были бы изменять свои цены, если бы цены других производителей возрастали примерно на 4% в год. В таком случае темп инфляции, немного превышающий 2% в год, вызывал бы лишь крайне редкие корректировки цен и сочетался бы с положительной реальной процентной ставкой, которая побуждала бы фирмы снижать свои средние реальные цены, если они оказывались

слишком высокими с точки зрения общественного благосостояния. Если же инфляция оказывается несколько ниже двухпроцентного уровня, то средние реальные цены фирм монополистов были бы выше, что привело бы к реальному снижению благосостояния. При существенном превышении двухпроцентного уровня инфляции выгоды от инфляции также будут снижаться, при этом одновременно будут возрастать и «издержки стоптанных башмачков».

Здесь важно также иметь в виду, что все пять рассмотренных возражений против трактовки оптимального уровня инфляции как дефляции, равной (по абсолютной величине) реальной процентной ставке не являются ни альтернативными одно другому, ни строго аддитивными. Их скорее можно назвать взаимодополняющими друг друга. Взятые вместе, они усиливают аргументацию в пользу трактовки оптимального уровня инфляции как невысокого положительного темпа инфляции.

Вторым направлением критики фридмановской трактовки оптимального уровня инфляции является более общий подход, основанный на оценке последствий дефляции как таковой. Несомненно, исследователи уделяют больше внимания изучению инфляции, нежели дефляции, однако в последние годы появился ряд работ, в которых обращается внимание на серьезные отрицательные последствия, которые влечет дефляция для экономики (см., например, [300; 325]). С формальной точки зрения источниками дефляции смогут быть как шоки совокупного спроса (падение спроса), так и шоки совокупного предложения (рост предложения). Однако шок предложения в такой ситуации связан, в большинстве случаев, с ростом эффективности, с какими-либо технологическими инновациями, ведущими к снижению реальных издержек и росту объема производства и реальных доходов. В контексте анализа оптимального уровня инфляции дефляция связывается с падением совокупного спроса, поскольку достижение оптимума инфляции, как цель экономической политики, чаще связано с воздействием на величину совокупного спроса.

Считается, что, даже при относительно небольшой величине, дефляция, вызванная снижением спроса, ведет к существенным последствиям для экономики,

особенно если она неожиданна¹. Дефляция означает перераспределение дохода от дебиторов к кредиторам, что приводит к дальнейшему снижению совокупного спроса. В условиях негибкой номинальной заработной платы и снижающихся цен растут реальные издержки (реальная заработная плата), и снижается конкурентоспособность продукции. В конечном счете, рост стоимости труда может привести к снижению занятости и спаду производства. При фиксированных и даже снижающихся номинальных процентных ставках (при условии существования нулевой нижней границы номинальной процентной ставки) дефляция, как правило, приводит к росту реальных процентных ставок, снижая эффективность денежной политики – возникает классическая ситуация ликвидной ловушки. Финансовый сектор также несет потери, поскольку снижается кредитоспособность бизнеса и домашних хозяйств, вследствие роста стоимости обслуживания кредитов. Потери для финансового сектора усугубляются еще и тем, что вместе с ценами на товары снижаются цены и на финансовые активы, что еще больше подрывает состоятельность экономических субъектов.

Дефляции приводит к формированию специфических дефляционных ожиданий, что еще в большей степени увеличивает риск банкротств и снижение совокупного спроса. Следовательно, может формироваться дефляционная спираль снижения экономической активности, занятости, рентабельности производства и цен.

Таким образом, фридмановский подход к определению оптимального уровня инфляции вызывает существенные возражения, однако ряд исследователей, в силу явной неприемлемости дефляции, трансформировали этот подход в положение о нулевой инфляции, как оптимальном уровне инфляции². Аргументы в пользу нулевой инфляции основываются, прежде всего, не на минимизации потерь благосостояния вследствие инфляции, а на более общих последствиях минимизации инфляции: во-первых, снижение неопределенности развития экономики;

¹ Некоторые расчеты показывают, что потери от дефляции могут составлять до нескольких процентов ВВП [149].

² Одно из наиболее последовательных изложений аргументов в пользу этой позиции представлено в [363].

во-вторых, ликвидация искажающего влияния инфляции на уровень налогообложения¹.

Строго говоря, снизить неопределенность относительно будущей инфляции может любой устойчивый уровень инфляции, однако считается, что при проведении экономической политики легче аргументировать в качестве желательной величины нулевую инфляцию, нежели небольшую положительную инфляцию².

С формальной точки зрения, приведенные выше аргументы против фридмановского подхода к определению оптимального уровня инфляции, обосновывающие оптимальность как некоторый минимальный положительный уровень инфляции, являются аргументами и против трактовки нулевого уровня инфляции как оптимального. Однако при обосновании этой позиции У. Пул приводит ряд контрдоводов против высказанных нами выше аргументов. Главным образом первого аргумента, обосновывающего необходимость положительной инфляции существованием жесткости цен, и прежде всего заработной платы, к понижению. В подобной ситуации именно инфляция позволяет провести корректировку реальной заработной платы без снижения номинальной заработной платы, поскольку последнее обеспечить крайне сложно в силу существования явных и неявных трудовых контрактов, и обеспечить тем самым восстановление оптимального распределения ресурсов в экономике.

У.Пул предлагает три контраргумента. Во-первых, он ставит под сомнение сохранение самой жесткости заработной платы к понижению в условиях нулевой инфляции. Логические основания в данном случае базируются на том, что изменение денежной политики (проведение политики нулевой инфляции) включит механизм конкурентных рыночных сил для устранения такого источника неэффективного распределения ресурсов как жесткость заработной платы к понижению. Однако здесь, как нам представляется, игнорируется сложившаяся институциональная структура современного рынка труда, где есть не только установленный

¹ Рост номинальный доходов при прогрессивной шкале налогообложения приводит к росту налоговых ставок и, как следствие, к снижению реальных доходов (этот аспект негативных последствий инфляции мы рассматривали в предыдущем пункте).

² «Если принимается, что инфляция 2% – это хорошо, то почему не 2,5%?» [363, р. 4].

законом минимум заработной платы, но и профессиональные союзы, долгосрочные коллективные договоры и т.п.

Второй контраргумент обращает внимание на возможность существования иных механизмов корректировки относительной заработной платы кроме снижения номинальной заработной платы или повышения цен на другие товары. Зарплата может расти в связи с ростом эффективности производства, а также опыта работника, что позволяет корректировать ее за счет разной скорости повышения для различных работников или в различных фирмах даже при условии нулевой инфляции. Этот контрдовод вызывает возражения, во-первых, тем, что, не находя решения в рамках исходной системы, искусственно включает в анализ новые элементы. Во-вторых, он предполагает постоянное и всеобщее повышение эффективности производства, причем на величину, создающую необходимое «пространство для маневра» работодателей. Если же какая-то отрасль не обеспечит прирост необходимый эффективности, то, в условиях нулевой инфляции, ей придется восстанавливать эффективное распределение ресурсов за счет дорогостоящего сокращения работников.

Наконец, третий контраргумент отмечает, что корректировка рынка труда в условиях положительной инфляции имеет не только плюсы, но и минусы, и, следовательно, необходима интегральная оценка последствий инфляции для рынка труда. Поскольку зарплату фирмы устанавливают вперед на год и более, то, помимо всего прочего, при этом учитывается и ожидаемый уровень инфляции. В этом случае проблемы (и минусы корректировки) связаны с ошибками в прогнозировании инфляции.

Здесь, на наш взгляд, следует отметить внутреннее противоречие: если инфляция устойчива, то ее, независимо от величины, и будут учитывать в своих расчетах менеджеры фирм. Кроме того, отклонение инфляции от нулевого уровня в положительную сторону на минимальную величину вряд ли может существенно увеличить инфляционную неопределенность. Имеющиеся расчеты [259], демонстрирующие не очень значительный интегральный положительный эффект корректировки рынка труда США при низком уровне инфляции, не позволяют

утверждать, что при нулевом уровне инфляции ситуация изменится в лучшую сторону.

Другим направлением критики стал наш четвертый аргумент против фридмановского подхода к определению оптимального уровня инфляции. В этом случае подвергается сомнению сама идея нулевой границы номинальной процентной ставки как аргумента в пользу минимальной положительной инфляции. Здесь также предлагаются три довода: во-первых, поддержание ликвидности может быть обеспечено не только за счет снижения номинальных процентных ставок; во-вторых, неустойчивость объема выпуска при нулевой инфляции была бы невелика, и поэтому не требовались бы значительных меры по стабилизации экономики; в-третьих, предполагается нелинейность инвестиционного спроса при низких процентных ставках, когда влияние одного и того же снижения величины процентной ставки оказывается более сильным при низкой инфляции, чем при высокой.

В отношении второго и третьего доводов, прежде всего, следует отметить сослагательное наклонение в их формулировках и отсутствие каких-либо эмпирических доказательств. Как мы отмечали выше, применительно к инфляции, нет убедительных доказательств того, что неустойчивость экономики при минимальной положительной инфляции будет заметно выше, чем при нулевой инфляции. Наконец, то, что касается способов поддержания ликвидности: действительно, с формальной точки, существуют другие способы управления ликвидностью помимо изменения процентной ставки, вместе с тем управление через изменение процентных ставок является наиболее отработанной и вполне эффективной моделью управления ликвидностью в большинстве центральных банков развитых стран мира, и переход к другой модели при отсутствии явных доказательств ее большей эффективности представляется довольно рискованным.

Не следует игнорировать и еще одну группу аргументов против трактовки нулевой инфляции как оптимального уровня инфляции – существующие теоретические и статистические проблемы, связанные с количественным определением

инфляции¹. Эти проблемы, связаны с тем, что могут появиться новые более качественные товары, заменяющие старые, может возрасти качество товаров, наконец, может произойти изменение структуры потребления вследствие замены дорожающих товаров более дешевыми. Все этих случаи приводят к завышению показателя инфляции, т.е. исчисленный статистикой показатель инфляции оказывается выше реального показателя инфляции. Таким образом, при нулевом показателе инфляции возникает опасность дефляции со всеми присущими ей негативными последствиями.

Теперь необходимо вновь обратиться к анализируемой нами макроэкономической модели нового неоклассического синтеза, чтобы определить, насколько общие выводы об оптимальном уровне инфляции соответствуют выводам об оптимальном уровне инфляции, вытекающим из модели нового неоклассического синтеза.

Оценивая оптимальный темп инфляции в рамках модели нового неоклассического синтеза, следует сделать несколько предварительных замечаний. Во-первых, в любой модели с негибкими ценами темп инфляции влияет на распределение относительных цен, что в свою очередь влияет на конечную величину объема выпуска, что уже отмечалось ранее. Это влияние минимизируется при нулевой инфляции. Во-вторых, средняя ценовая наценка также зависит от темпа инфляции, она минимизируется, если темп инфляции положителен, но близок к нулю. В-третьих, если при корректировке цен расходуются ресурсы, то эти расходы минимизируются при инфляции равной нулю [255, р. 261-262]. Таким образом, самые предварительные оценки в рамках модели нового неоклассического синтеза соответствуют сделанным выше выводам об оптимальности положительного, но близкого к нулю темпа инфляции. Вместе с тем, рассматривая эти замечания более подробно, можно заметить, что последнее, по сути, сводится к издержкам меню, которые, в том числе и с точки зрения оптимального уровня инфляции уже были рассмотрены. На двух других замечаниях можно остановиться немного бо-

¹ У. Пул в своей статье прямо заявляет, что проблемы правильного измерения инфляции при проведении денежной политики он оставляет за рамками своего анализа [363, р. 4].

лее подробно.

При отсутствии устойчивой инфляции относительные цены будут равны единице, а величина объема выпуска будет максимальной. Однако небольшие изменения относительных цен не будут влиять на структуру совокупного спроса и вносить искажения в структуру производства.

Однако динамические модели ценообразования показывают, что незначительная положительная инфляция снижает средние ценовые накладки и ослабляет тем самым рыночную власть фирм-монополистов, при этом высокая инфляция под влиянием инфляционных ожиданий, скорее будет увеличивать средние ценовые накладки, нежели снижать их.

Это положение можно конкретизировать следующим образом: во-первых, в любой модели с негибкими ценами инфляция механически снижает относительные цены тех фирм, которые не производят корректировки, или, что, в принципе, то же самое, повышает относительные цены тех фирм, корректировку производят. Во-вторых, столкнувшись с ситуацией высокой устойчивой инфляции, фирмы с рациональным ценообразованием получают стимул к повышению своей предельной ценовой накладки, реагируя на ожидаемую инфляцию.

Таким образом, средняя ценовая накладка содержит в себе и эффект эрозии от инфляции, и эффект ожидаемой инфляции, представляя собой простое произведение:

$$\mu = \left(\frac{P^*}{MC}\right) \cdot \left(\frac{P}{P^*}\right), \quad (5.18)$$

где MC – номинальные предельные издержки, P^* – скорректированный уровень цен, P – исходный уровень цен.

Результаты модельных расчетов [255, р. 262-264] показывают, что, во-первых, наименьшая величина средней ценовой накладки имеет место при близком к нулю положительном темпе инфляции. Во-вторых, влияние инфляции на ценовую накладку возрастает при более высоких темпах инфляции. В-третьих, при инфляции близкой к нулю ее влияние на среднюю ценовую накладку очень незначительно.

Таким образом, с позиции нового неоклассического синтеза оптимальный темп инфляции, который должен учитываться при проведении денежной политики – это низкая положительная инфляция.

Подобное общее определение оптимального уровня инфляции, несомненно, может быть лишь некоторой отправной точкой для определения оптимального уровня инфляции для конкретной страны и конкретного периода времени. Сложность решения этой задачи связана с целым рядом причин. Во-первых, каждый из отмеченных выше элементов издержек и выгод инфляции требует совершенно конкретной количественной оценки в складывающейся экономической ситуации; во-вторых, изменения в экономике, как в национальной, так и мировой, изменения в приоритетах поведения экономических субъектов будут приводить к изменениям величины оптимального уровня инфляции; в-третьих, точное определение оптимального уровня инфляции важно не только и даже не столько с точки зрения чистой науки, сколько для определения задач государственной денежной политики (вне зависимости от ее типа) и для информирования экономических субъектов.

Все это приводит к тому, что, с одной стороны, исчисление оптимального уровня инфляции представляет собой довольно трудоемкую задачу, требующую, помимо сбора разнообразной статистической информации, проведения различного рода опросов производителей и потребителей, а, с другой стороны, неизбежные колебания оптимального уровня инфляции будут вносить неопределенность в деятельность экономических субъектов. Наконец, еще один немаловажный момент – своеобразная версия проблемы временного несоответствия: оптимальный уровень инфляции рассчитывается для текущего периода, но и государству и иным экономическим агентам более важен оптимальный уровень инфляции в будущем, о котором можно говорить только как о прогнозе. Результатом такой ситуации стало то, что оптимальный уровень инфляции определяется как некоторый оценочный уровень инфляции, который рассматривается как желательный на какой-то достаточно продолжительный период времени. При этом сохраняет свою силу общий вывод, сформулированный выше: оптимальный уровень инфляции – это низкая положительная инфляция.

Конкретные оценки оптимального уровня инфляции, даваемые исследователями, различаются, но для индустриально развитых стран, все они попадают в интервал от одного до четырех процентов². Причины различий в оценках связаны, во-первых, с различиями в применяемых методиках оценки, в том, насколько полно и точно они отражают все возможные выгоды и издержки инфляции; во-вторых, со специфическими особенностями той или иной страны, на материалах, которой производилась оценка, причем специфические особенности касаются не только объективных характеристик экономического развития, но и, во многом, собственных оценок исследователя необходимости сохранения сеньоража как источника доходов государства, рисков дефляционных шоков в экономике, степени отклонения статистически измеряемого уровня инфляции от ее реального уровня.

Для нас, естественно, особую роль играет определение оптимального уровня инфляции в переходной экономике. Очевидно, что в некоторой достаточно отдаленной перспективе оптимальный уровень инфляции в странах с переходной экономикой не должен существенно отличаться от оптимального уровня инфляции в развитых странах, однако в ближайшее время в силу существенных различий между экономиками этих групп стран необходима отдельная оценка оптимального уровня инфляции в странах с переходной экономикой.

Отсутствие достаточного массива статистической информации в силу относительно небольшой продолжительности самого периода функционирования переходной экономики затрудняет проведение детального количественного анализа всех элементов выгод и издержек инфляции в странах с переходной экономикой. В связи с этим, мы считаем необходимым выявить, насколько особенности переходной экономики искажают «правила» определения оптимального темпа инфляции для развитых стран, т.е. насколько в ней действуют факторы отклонения

² Для США ряд исследователей определяют оптимальный уровень инфляции в 1% [187; 338], другие оценивают его несколько выше – 1-2% [254], существуют и еще более высокие оценки: 2-3% [395, р. 627], 3% [149], и более широкие интервалы: 1-3% [176, р. 30]. Оценки оптимального уровня инфляции для Европы оказываются несколько выше: экономисты Европейского центрального банка считают, что инфляция должна быть ниже 2%, в некоторых случаях оценки доходят до 4% [430].

«практического» оптимального уровня инфляции от «теоретического» оптимума инфляции в экономике совершенной конкуренции в соответствии с правилом Фридмана³.

Последовательно рассматривая приведенные выше аргументы против фридмановского подхода к определению оптимального уровня инфляции, мы определяем насколько сильнее или слабее они действуют в странах с переходной экономикой. На основании этого можно будет сделать принципиальный вывод, в какую сторону от оптимального уровня инфляции в развитых странах – очень низкая, но положительная инфляция – отклоняется оптимальный уровень инфляции в странах с переходной экономикой.

Первый аргумент связан с существованием негибкости заработной платы и цен к понижению. Как мы уже отмечали, рынок труда в странах с переходной экономикой характеризуется большей гибкостью, чем в развитых странах, что проявляется и в более высоком уровне безработицы, и в формировании условий оплаты труда, как правило, на уровне фирмы, а не отрасли в целом через коллективные договоры между отраслевыми профсоюзами и объединениями работодателей, и в существовании таких специфических форм корректировки оплаты труда как задержки заработной платы (особенно в первые годы радикальных реформ).

Сходную оценку можно также дать и товарному рынку в условиях переходной экономики – цены там характеризуются большей гибкостью, нежели в развитых странах. Специальные исследования, проведенные в ряде стран, не смогли ни подтвердить, ни опровергнуть существование жесткости цен к понижению (см. [292, p. 17]).

Кроме того, относительно высокие темпы инфляции в странах с переходной экономикой и сопровождающие их относительно высокие темпы роста номинальной заработной платы не способствуют резким отрицательным шокам спроса, смягчению негативных последствий которых и служит положительная инфляция.

³ Здесь мы будем рассматривать общие черты переходной экономики, которые, несомненно, по своей величине и значению различаются в разных странах с переходной экономикой.

Однако здесь следует иметь в виду, что по мере снижения темпов инфляции и приближения уровня экономического развития стран с переходной экономикой к уровню развитых стран жесткость номинальных величин (цен и заработной платы) к понижению будет возрастать.

Подавляющее большинство стран с переходной экономикой является малыми открытыми экономиками. В таких странах существует значительный по своим размерам сектор, производящий торгуемые товары, наряду с сектором, производящим неторгуемые товары. Инфляция в секторе, производящем торгуемые товары, будет соотноситься с инфляцией в других странах, поставляющих аналогичные товары на мировой рынок. Инфляция в секторе, производящем неторгуемые товары и не сталкиваемом с международной конкуренцией, как правило, выше, чем в первом секторе.

Возникает вопрос: может ли инфляция на внутреннем рынке торгуемых товаров течение длительного времени быть ниже инфляции на рынке торгуемых товаров за границей? Положительный ответ на этот вопрос возможен лишь при условии повышения номинального курса национальной валюты, что негативно сказывается на экономике. Учитывая большую долю неторгуемого сектора в странах с переходной экономикой по сравнению с развитыми странами, общий уровень инфляции в странах с переходной экономикой оказывается выше, чем в развитых странах.

Таким образом, негибкость цен и заработной платы к понижению в странах с переходной экономикой сами по себе в меньшей степени отклоняет в положительную сторону оптимальный темп инфляции от оптимума по Фридману по сравнению с развитыми странами. Однако для тех стран, которые являются малыми открытыми экономиками, возникает дополнительный нижний ограничитель инфляции – инфляция в развитых странах, т.е. оптимальный уровень инфляции в странах с переходной экономикой оказывается выше оптимума инфляции в развитых странах.

Второй общий аргумент в пользу минимальной положительной инфляции был связан с возможностью инфляционного «налогообложения денег» и извлече-

ния дополнительного дохода государства в виде сеньоража. Представляется, что для большинства стран с переходной экономикой этот источник играет более существенную роль, чем для развитых стран, что подтверждается и более высоким размером сеньоража в странах с переходной экономикой. При невысоком общем уровне развития экономики странам сложно отказаться от этого источника пополнения государственного бюджета и переложить бремя на систему налогообложения, тормозя тем самым экономическое развитие. Дополнительным стимулом в пользу сохранения сеньоража служит то, что объектом обложения служит не только официальная, но и теневая экономика, размеры которой в странах с переходной экономикой значительно больше, чем в развитых странах. Несомненно, что по мере повышения уровня экономического развития стран с переходной экономикой значение налогообложения денег будет снижаться, но пока оно остается довольно высоким, существенно сдвигая оптимальный уровень инфляции в положительную сторону от оптимума по Фридману.

Третий аргумент, связанный со спецификой рынка банковских услуг и являющийся, скорее, гипотетическим для развитых стран, для стран с переходной экономикой может оказаться более значимым. Во многих из них рынок банковских услуг для населения высокомонополизирован, и банки активно пользуются своей рыночной властью⁴. При подобном поведении минимальная положительная инфляция, например, в 1% приведет к установлению номинальной процентной ставки ниже этого уровня. Это, в свою очередь, может привести к оттоку депозитов из банков, поскольку потери от сохранения активов в наличной форме будут невелики, по сравнению с возможной компенсацией от сохранения их в форме депозитов. Следовательно, положительная инфляция, выше ее уровня в развитых странах, может оказаться средством сохранения устойчивости банковской системы.

Четвертый аргумент, связанный с необходимостью предоставления центральному банку пространства для проведения денежной политики в условиях

⁴ Один из наиболее ярких примеров здесь – Сбербанк РФ, устанавливающий по большинству своих депозитов процентные ставки, приводящие к отрицательным реальным процентным ставкам.

существования нулевой границы номинальной процентной ставки, в условиях переходной экономики проявляет себя двояко. Во-первых, далеко не во всех странах с переходной экономикой процентная ставка служит ключевым элементом при проведении денежной политики, в большей степени это относится к тем странам, которые осуществляют политику таргетирования инфляции. С другой стороны, в связи с постепенной либерализацией рынка капиталов величина процентной ставки становится важным индикатором экономической активности. При этом инвестиции в страны с переходной экономикой являются более рисковыми, и реальная процентная ставка, а следовательно и номинальная, там должна быть выше, чем в развитых странах. Следовательно, риск приближения величины номинальной процентной ставки к нулевой границе оказывается ниже, чем в развитых странах.

Вместе с тем переходная экономика объективно оказывается менее чувствительной к изменениям номинальной процентной ставки при проведении денежной политики, т.е. для того чтобы добиться аналогичной реакции экономики в условиях переходной экономики необходимо более значительное изменение процентной ставки, чем в условиях развитой рыночной экономики. Следовательно, величина номинальной процентной ставки, которая ограничивает возможности для эффективной денежной политики, оказывается выше нуля. Это также будет означать, что оптимальный для стран с переходной экономики уровень инфляции будет отклоняться в положительную сторону от оптимума по Фридману в большей степени, чем в развитых странах.

Пятый аргумент против определения оптимального уровня инфляции по Фридману был связан с особенностями поведения фирм, обладающих монопольной властью в условиях несовершенной конкуренции. В странах переходной экономики большинство товарных рынков характеризуются несовершенной конкуренцией в меньшей степени, чем в развитых странах. В условиях более высокого уровня инфляции фирмы должны производить корректировку цен чаще, увеличивая одновременно и собственные издержки меню. В этом случае у фирм существует заинтересованность в изначальном установлении более высокого уровня цен, чтобы удлинить период между корректировками цен и сэкономить на из-

держках меню, что первоначально должно приводить к снижению объема выпуска. Таким образом, обоснование минимальной положительной инфляции, минимизирующей потери общественного благосостояния в условиях несовершенной конкуренции для развитых стран действительно и для стран с переходной экономикой.

Важным элементом, определяющим специфику оптимального уровня инфляции в странах с переходной экономикой, является опасность дефляции. Опыт развития стран с переходной экономикой уже имеет несколько примеров снижения потребительских цен (см. приложение II) со всеми негативными последствиями, которые вытекают из дефляции. Таким образом, опасность дефляционных шоков в условиях более гибких рынков товаров и труда и в целом большей неустойчивости в переходных экономиках возрастает по сравнению с развитыми рыночными экономиками, что означает превышение оптимального (с точки зрения недопущения дефляции) уровня инфляции в переходных экономиках по сравнению с развитыми рыночными.

Наконец, последнее – проблема превышения статистически измеренного уровня инфляции над фактическим уровнем инфляции. Здесь для разных стран и для разных периодов существуют две противоположных тенденции: тенденция занижения уровня инфляции и тенденция его завышения.

Первая тенденция связана, прежде всего, с особенностями учета «сельской» инфляции. Во-первых, в статистических наблюдениях зачастую не учитывается инфляция в сельской местности (см. [54]). Второй недостаток представляется более серьезным, поскольку более сложен для устранения: при отсутствии в продаже товара, являющегося объектом статистического наблюдения, его цена принимается равной цене предшествующего периода, т.е. неизменной, и таким образом инфляция скорее занижается, чем завышается. Эта проблема (занижение инфляции) присуща странам, где существуют недостатки в организации деятельности статистических служб, в том числе в силу отдаленности части населенных пунктов от мест нахождения органов статистики. Главным образом, это относится к странам – членам СНГ и, в несколько меньшей степени, к странам Юго-

Восточной Европы.

Вторая тенденция – тенденция к завышению показателя инфляции – имеет те же причины, что и в развитых странах: недоучет повышения качества товаров и появления новых товаров, а также замещения более дорогих товаров более дешевыми.

Представляется, что подобного рода искажение может происходить, прежде всего, в силу быстрого повышения качества товаров, в том числе и благодаря растущему доступу населения к импортным товарам высокого качества. Ряд исследований оценивает завышение уровня инфляции в 4-5 процентных пунктов⁵, с ними солидарны и другие авторы, отмечающие, что такого рода тенденции типичны и для других стран с переходной экономикой [181, р. 5].

Здесь также оценка возможного смещения должна быть дифференцирована в зависимости от страны и периода времени. Несомненно, что особенно быстрый рост качества товаров происходил в первые годы радикальных экономических реформ при либерализации внешнеэкономической деятельности в странах с переходной экономикой. В последующем темпы повышения качества потребляемых товаров уже должны определяться общим темпом повышения качества в развитых странах и, если подобное происходит, более высокими темпами роста доходов населения в странах с переходной экономикой по сравнению с темпами роста доходов населения в развитых странах.

Несомненно, существенное влияние на возможность статистического завышения фактического уровня инфляции оказывает и уровень развития той или иной страны с переходной экономикой. Страны Центральной и Восточной Европы и страны Балтии, как страны с более высоким уровнем доходов на душу населения в большей степени подвержены смещению оценки инфляции в сторону завышения: их население в состоянии приобретать более качественные, хотя и более дорогие товары, кроме того, население имеет реальную возможность замечать товары, дорожающие более высокими темпами, товарами, дорожающими

⁵ Прежде всего, это – серия работ Р. Филлера и Я. Ханусека по Чехии и Румынии [230; 231; 232; 233].

более медленно.

Иная ситуация в относительно бедных странах. В них приобретать товары повышенного качества может лишь относительно небольшая часть населения, а остальные далеко не всегда имеют возможность воспользоваться замещением интенсивно дорожающих товаров более доступными, поскольку потребляют самые дешевые товары той или иной товарной группы, для которых нет более дешевых товаров-заменителей сопоставимого качества.

Таким образом, учитывая наличие двух противоположных тенденций, трудно говорить о наличии какого-либо явного смещения статистического показателя инфляции в переходной экономике в ту или иную сторону по сравнению с фактическим уровнем инфляции. Можно предположить о существовании минимального положительного смещения показателя инфляции, который, как нам представляется, не влияет существенно на общую оценку оптимального уровня инфляции в условиях переходной экономики в целом.

Резюмируя все выше сказанное применительно к оптимальному уровню инфляции в условиях переходной экономики, можно сделать вывод, что действует ряд факторов (сеньораж, риски дефляции, необходимость обеспечения возможностей проведения эффективной денежной политики, поддержание устойчивости банковской системы), которые сдвигают оптимальный уровень инфляции вверх относительно оптимального уровня инфляции в развитых рыночных экономиках. При этом, разумеется, действие отдельных факторов не суммируется, а происходит поглощение более слабого эффекта более сильным.

Конкретные оценки оптимального уровня инфляции для стран переходной экономики практически отсутствуют, единственным исключением является Венгрия [292, р. 25-26]. Авторы исходя из общего предположения о том, что оптимальный уровень инфляции в странах с переходной экономикой должен превышать оптимальный уровень инфляции в развитых странах на 1-2,5%, оценивают его для Венгрии в 2,3-3,2%.

Здесь надо, несомненно, иметь в виду, что Венгрия относится к числу наиболее развитых стран с переходной экономикой, поэтому для нее оптимум, от-

влекаясь от обсуждения методики оценки, должен быть ниже, чем для большинства других стран с переходной экономикой, т.е. находиться ближе к минимальным значениям того интервала, на котором расположены оценки оптимального уровня инфляции для стран с переходной экономикой. Применяя накидку 1-2,5% к интервалу 1-4%, который характеризует оптимальный уровень инфляции для развитых стран, мы получим интервал 2-6,5%, который и может быть оценен как диапазон оптимального уровня инфляции для стран с переходной экономикой.

Можно указать на существование определенного противоречия, связанного с тем, что ряд стран с переходной экономикой вступил в Европейский Союз и готовится к введению евро⁶. Тогда уровень инфляции, являющийся оптимальным для данной страны, может оказаться выше требований Европейского центрального банка, предъявляемых к странам, присоединяющимся к зоне евро. Как показывает практика, выбор здесь делается в пользу требований Европейского центрального банка, поскольку страна, входящая в зону евро, уже по многим критериям развития экономики близка к развитым странам. Кроме того, возможные потери благосостояния, которые она понесет в течение не очень длительного периода поддержания инфляции на уровне ниже оптимального, будут компенсированы будущими выгодами от более тесной интеграции с развитыми странами.

⁶ Четыре страны уже вошли в еврозону: Словения в 2007 году, Словакия в 2009 году, Эстония в 2011 году и Латвия в 2014 году.

Глава 6. ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА В УСЛОВИЯХ РАДИКАЛЬНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕФОРМ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

6.1. Опыт денежной политики

С началом радикальных экономических реформ все страны с переходной экономикой столкнулись с необходимостью поиска номинального якоря, т.е. определения какого-либо варианта денежной политики, который был бы способен обеспечить макроэкономическую стабилизацию и, прежде всего снижение темпов инфляции.

Практика осуществления денежной политики в условиях радикальных экономических реформ показала, что страны, осуществлявшие реформы, применяли с разной степенью успешности практически все возможные варианты денежной политики (Приложение V Таблица V.1). При этом практически во всех странах с переходной экономикой в качестве основополагающей цели денежной политики зафиксировано – снижение темпов инфляции, обеспечение стабильности цен, обеспечение устойчивости национальной валюты. Однако последние две формулировки вызывают ряд вопросов. Во-первых, не всегда ясно, какое содержание вкладывается в понятие «обеспечение стабильности цен». При буквальном толковании это может означать и поддержание неизменного уровня цен. Правда, следует отметить, что многие центральные банки, очевидно во избежание неоднозначных трактовок, делают разъяснения, конкретизируя, содержание, вкладываемое ими в это понятие⁷.

Во-вторых, понятие «устойчивость национальной валюты» также содержит некоторую двусмысленность⁸: не всегда ясно, о какой устойчивости идет речь, если о внутренней устойчивости (сохранении покупательной способности валюты), то это, по сути, тождественно низким темпам инфляции, если же о внешней

⁷ Банк Латвии, например, прямо указывает, что «стабильность цен означает умеренный рост потребительских цен или низкий темп инфляции; это не подразумевает неизменность цен» [334], а Национальный Банк Грузии, определяя свою главную цель как «достижение и поддержание стабильности цен», отмечает, что это означает «умеренные и предсказуемые темпы инфляции» [326].

⁸ На это было обращено внимание в [285].

устойчивости, то это означает стабильный валютный курс, который далеко не всегда может сопутствовать низким темпам инфляции.

6.1.1. Таргетирование валютного курса

Обеспечивая решение задачи макроэкономической стабилизации и, прежде всего, снижения темпов инфляции многие страны на первом этапе радикальных экономических реформ выбрали самый простой и понятный режим денежной политики – таргетирование валютного курса. В эту группу вошли страны Балтии – Эстония, Литва, Латвия, а также Польша, Венгрия, Чехия и, в течение короткого периода, Словакия. Со временем произошла частичная ротация стран, реализующих на практике таргетирование валютного курса. Из стран первой волны продолжили применение данного режима страны Балтии; в последующие годы к ним добавились такие страны как Болгария, Македония, Босния и Герцеговина и Беларусь⁹.

Режим таргетирования валютного курса может быть реализован в различных конкретных формах. Даже среди трех стран Балтии, которые можно объединить в одну подгруппу стран, применяющих таргетирование валютного курса, не только в силу географической близости, но и в силу их последовательной приверженности данному типу денежной политики, нет полного единообразия. С одной стороны, Эстония и Литва выбрали наиболее жесткий режим таргетирования валютного курса – валютное правление, с другой стороны, Латвия избрала для себя несколько более мягкий режим фиксации валютного курса, не требующий, в частности 100%-ной обеспеченности денежной базы чистыми валютными активами.

Эстония, первая, в 1992 году, введшая режим валютного правления, сразу определил в качестве номинального якоря единственную валюту – немецкую

⁹ В определенном смысле к странам, де-юре проводящим политику таргетирования валютного курса, можно отнести Туркменистан. Однако, учитывая своеобразие туркменской экономической и политической модели, а также тот факт, что разрыв между официальным и рыночным курсом составляет около 400%, а многие макроэкономические показатели не публикуются в открытой печати, для такой страны сложно определить режим денежной политики.

марку¹⁰; деньги, эмитированные Банком Эстонии, должны быть полностью покрыты иностранными резервами по фиксированному курсу, денежной базы могла быть изменена только вследствие изменения валютных резервов; эстонская крона стала свободно обмениваться на свободно конвертируемую валюту по фиксированному курсу.

Литва ввела режим валютного правления несколько позже, в 1994 году¹¹. Первоначально номинальным якорем для литовского лита был доллар США, с февраля 2002 года номинальным якорем стал евро [165, p. 5].

Сравнивая реализацию режима валютного правления в Эстонии и Литве, можно отметить, что в Эстонии он осуществляется в более ортодоксальной форме, когда единственными инструментами, которые использует Банк Эстонии, являются купля-продажа валюты и резервные требования, хотя он сохраняет и функции надзора за банковской системой. Банк Литвы может использовать многие традиционные инструменты денежно-кредитной политики, в том числе возможность рефинансирования кредитных организаций и проведение операций с ценными бумагами на открытом рынке.

Причины использования режима таргетирования валютного курса именно в форме валютного правления вполне понятны: после серьезных экономических и политических потрясений (распад СССР) стояла задача быстро добиться доверия к своей национальной валюте, что можно было сделать, только используя жесткую валютную и денежную политику¹².

Следует иметь в виду, что такие страны, как Эстония и Литва, обладают экономикой, которая позволила в наибольшей степени воспользоваться преиму-

¹⁰С 1999 года в качестве номинального якоря используется евро [250].

¹¹ Если абсолютно точно следовать хронологии событий, то Литва пережила примерно годичный период плавающего валютного курса после введения в сентябре 1992 года временной (до июля 1993 года) валюты – талона. Этот режим валютной политики в сочетании со слабой денежной политикой привел к значительному падению курса, которое было остановлено после введения лита и ужесточения денежной политики. Именно эти события и подтолкнули денежные власти Литвы к переходу к режиму фиксированного валютного курса [296, p. 18].

¹² Следует отметить, что процесс перехода к режиму валютного правления для и Эстонии, и для Литвы был облегчен тем, что центральные банки этих получили в свое распоряжение средства, принадлежавшие довоенным Эстонии и Литве и хранившиеся в Банке Англии, Банке Франции и Банке международных расчетов.

ществами, которые, несомненно, имеет режим таргетирования валютного курса вообще и валютное правление, в частности. Обе страны – это малые страны с открытой экономикой, в их экономике значительную роль играет внешняя торговля, в связи с этим их экономики очень зависят от изменений на мировых финансовых и товарных рынках, имея при этом крайне ограниченные возможности повлиять на эти рынки. В таких ситуациях изменение объема внешнеторговых или финансовых операций может вызывать значительные колебания валютного курса (если он не будет зафиксирован), что сразу повлияет на уровень и динамику и потребительских цен и издержек производства.

Несомненно, страны, применившие валютное правление, избавившись от одной группы рисков, связанных с колебаниями валютного курса, сталкиваются с другими рисками: центральный банк перестает выполнять функции кредитора последней инстанции, что объективно создает рост неустойчивости банковского сектора, и любой банковский кризис может иметь крайне тяжелые последствия для экономики.

Другой важный фактор риска при валютном правлении – опасность переоценки национальной валюты. В этом случае произошло бы падение конкурентоспособности национальной экономики, ухудшение торгового баланса, трудности в финансовой системе. В пользу и Эстонии, и Литвы работало то, что изначально их новые валюты были существенно недооценены, поэтому даже значительное повышение реальной стоимости валюты не привело эти страны к проблемам, аналогичным аргентинским.

Латвия перешла к режиму фиксированного валютного курса практически одновременно с Литвой, не принимая на себя, однако, жестких обязательств режима валютного правления. В течение нескольких лет номинальным якорем служила корзина валют СДР, а с 2005 года – евро.

Не будучи связанным ограничениями валютного правления, Банк Латвии при проведении денежной политики использует широкий круг инструментов, включая операции на открытом рынке, депозитные и кредитные операции. При выходе валютного курса за пределы границы $\pm 1\%$ от величины фиксированного

курса Банк Латвии проводит валютные интервенции. Такая жесткая фиксация валютного курса, который остается неизменным с момента фиксации в сочетании, с тем, что иностранные валютные резервы на 100% покрывают денежную базу [334], позволяет прийти к заключению, что содержательно денежная политика, проводимая в Латвии, мало чем отличается от режима валютного правления, осуществляемого в двух других странах Балтии.

Таким образом, страны Балтии, последовательно проводящие политику фиксированного валютного курса, пришли к единому номинальному якорю – евро. Вступив в ЕС, они все присоединились к новому механизму валютного курса (ERM II), что является неременным условием для введения евро, хотя этот механизм и не требует столь жесткой фиксации, а, скорее, представляет собой валютный коридор с границами $\pm 15\%$ вокруг установленного курса национальной валюты к евро. Считается, что продолжение политики фиксированного валютного курса является наилучшим способом подготовки стран Балтии к введению евро [384, p. 415]¹³.

Среди других стран, последовательно реализующих режим таргетирования валютного курса, причем в самой его жесткой форме – валютного правления, можно выделить Боснию и Герцеговину. Эта страна, вследствие военно-политических конфликтов, получила возможность приступить к последовательному проведению экономических реформ позднее многих других стран. Очевидно, при выборе режима денежной политики денежные власти страны учли опыт других стран с переходной экономикой, прежде всего своих соседей, и пришли к заключению, что для быстрой и эффективной борьбы с инфляцией для малой страны наиболее приемлем режим валютного правления. В качестве номинального якоря для привязки была избрана немецкая марка [200, s. 10]; с 2002 года якорем стал евро [198, p. 10].

Ко второй подгруппе стран, использовавших режим таргетирования валютного курса, мы относим страны, начинавшие свои экономические преобразования

¹³ Как уже отмечалось, Эстония перешла к евро с 2011 года, Латвия – с 2014 года, Литва планирует введение евро с 2015 года.

с использования данного режима, но со временем отказавшиеся от него в пользу какого-то иного режима денежной политики. В эту подгруппу попали такие страны как Венгрия, Польша, Чехия.

Чехия применяла режим фиксированного валютного курса в течение шести лет с 1991 до середины 1997 года¹⁴. Привязка кроны осуществлялась к корзине, основе которой было две валюты - немецкая марка и доллар США¹⁵.

Чехия обладала многими характеристиками для успешной реализации режима таргетирования валютного курса: малая страна с открытой экономикой, относительно небольшой уровень внешней задолженности, привязка валюты к валюте страны – основного торгового партнера. Единственное, но важное несоответствие – существенно более высокий уровень инфляции, нежели в США или в Западной Европе. Слабая фискальная политика, явно недостаточно ориентированная на снижение инфляции, приводила к тому, что денежная политика стала единственным способом сдерживания инфляции, что проявлялось в ее постоянно ужесточении [301, р. 35]. Результатом стало повышение процентных ставок и, как следствие в условиях фиксированного валютного курса, массивный приток иностранного капитала. Чешский национальный банк, потратив много средств на стерилизацию притока капитала, сначала, в феврале 1996 года, расширил рамки допустимых отклонений курса кроны с $\pm 0,5\%$ до $\pm 7,5\%$, а спустя год, после новых атак на крону, был вынужден отказаться от режима таргетирования валютного курса. В декабре 1997 года было объявлено о переходе к политике таргетирования инфляции.

В Польше режим таргетирования валютного курса прошел несколько этапов в своем развитии: первоначально, в 1990 году, вместе с введением Плана Бальцеровича, был установлен фиксированный курс злотого к доллару. В мае 1991 года,

¹⁴ Строго говоря, о денежной политике собственно Чехии можно говорить только, начиная с 1993 года, когда произошло разделение Чехословакии на два государства - Чехию и Словакию.

¹⁵ Фактически корзина имела более сложную структуру, которая изменялась со временем: 1991 год - немецкая марка, доллар США, австрийский шиллинг, швейцарский франк, британский фунт стерлингов; 1992 год - май 1993 года - доллар США, немецкая марка, австрийский шиллинг, швейцарский франк, французский франк; мая 1993 - июнь 1997- немецкая марка и доллар США [269, р. 10].

после девальвации, злотый был зафиксирован по отношению к корзине из пяти валют¹, с октября 1991 года Польша перешла к режиму ползучей привязки к той же самой корзине валют с заранее объявляемым ежемесячным темпом девальвации². Одновременно происходило и ослабление ограничений на отклонение фактического валютного курса от уровня фиксации: с первоначальных $\pm 0,5\%$, они выросли до $\pm 7\%$ в 1995 году и до $\pm 15\%$ в 2000 году. При этом возрастало значение другого номинального якоря – денежной массы. Фактически с середины 1995 года денежная политика Польши характеризовалась одновременным использованием двух номинальных якорей, т.е. отсутствием единственного явно выраженного номинального якоря.

Однако еще до официальной отмены валютного коридора в 2000 году [331], в сентябре 1998 года было принято решение об отказе Польши от политики таргетирования валютного курса и переходе к таргетированию инфляции [315, р. 4]. Причиной такого перехода были не какие-то серьезные кризисные явления в польской экономике, а то, что одновременно с таргетированием валютного курса Национальный банк Польши стремился контролировать и рост предложения денег, хотя между этими целями объективно существуют противоречия. Постепенная либерализация режима таргетирования валютного курса способствовала сглаживанию этих потенциальных противоречий, однако задачи дальнейшей интеграции Польши в глобальную экономику вообще и в ЕС в частности требовали и более гибкой, и более предсказуемой денежной политики.

Венгрия, как и Чехия, начала поиск номинального якоря с целью сдерживания инфляции с установления фиксированного валютного курса к корзине валют³, лют³, однако развитие экономики показало, что такая жесткая фиксация¹, с одной

¹ Корзина включала: доллар США, немецкую марку, британский фунт стерлингов, швейцарский франк и французский франк. В таком виде она просуществовала до января 1999 года, когда была преобразована в бивалютную корзину: евро и доллар США. [295, р. 10].

² Первоначально темп девальвации составлял 1,8% процентов в месяц, а затем постепенно уменьшался, составив в 2000 году лишь 0,3%. Этот процесс сопровождался и единовременными девальвациями (в феврале 1992 года и в августе 1993 года) и ревальвацией (в декабре 1995 года) [218, р. 30].

³ Первоначально эта корзина состояла из двух валют: с 1991 года по май 1994 года - доллар и немецкая марка, затем (до января 1997 года) – доллар и экю; до января 1999 года - вновь доллар

ной стороны, приводила к снижению конкурентоспособности венгерской экономики, а с другой – так и не смогла выполнить роль номинального якоря для снижения инфляционных ожиданий. Страна столкнулась с двойным дефицитом – государственного бюджета и платежного баланса (счета текущих операций). Такая ситуация предопределила смену формы таргетирования валютного курса в качестве номинального якоря. С марта 1995 года жесткая фиксация была заменена режимом ползучей привязки в форме наклонного валютного коридора. Такой режим позволил Венгрии относительно безболезненно пережить многочисленные валютные кризисы 1997-1998 годов, при этом валютный курс ни разу не вышел за пределы установленного коридора. Вместе с тем успехи в снижении инфляции оказались не столь впечатляющими, создавалась опасность формирования более высоких инфляционных ожиданий и раскручивания нового витка инфляции. Все это, вместе с необходимостью решения политических задач вступления в Евро-союз и затем присоединения к европейской валютной системе, требовало выполнения требований ERM II, в том числе и существенного снижения темпов инфляции, что и стало причиной перехода Венгрии к режиму таргетирования инфляции.

К третьей подгруппе стран, использовавших режим таргетирования валютного курса, следует отнести те страны с переходной экономикой, которые перешли к нему после безуспешных попыток стабилизировать экономику, используя иные режимы денежной политики. Наиболее ярким примером здесь является Болгария. Переходу к таргетированию валютного курса в самой жесткой его форме – форме валютного правления – предшествовал фактический коллапс денежной системы Болгарии. За год с марта 1996 по февраль 1997 года темпы инфляции, в месячном исчислении, возросли с 1,71% до 242%, а курс болгарского лева снизился с 78 левов за доллар США до 2000 левов за доллар США [173, р. 5]. Причиной такой ситуации было то, что Национальный банк Болгарии, по сути дела, отказался от выполнения основной денежной политики задачи – обеспечения стабильного

и немецкая марка; до января 2000 года - доллар и евро. С января 2000 года привязка осуществляется только к евро [333, р. 59].

¹Допустимые пределы колебаний составляли до июля 1994 года $\pm 0,5\%$, с июля они возросли до $\pm 1,25\%$ [332, р. 55].

уровня цен – и сосредоточил все внимание на обслуживании потребностей правительства и банковской системы в денежных средствах¹. Следствием этого и стала неконтролируемая эмиссия, полная потеря эффективности инструментов денежной политики, утрата валютных резервов [190, р. 12].

Экономический кризис привел к политическому кризису, и, наконец, с 1 июля 1997 года Болгария перешла к режиму валютного правления. В качестве валюты – якоря была избрана немецкая марка, а с июля 1999 года – евро.

Как и страны Балтии, Болгария предполагает использовать режим валютного правления вплоть до полного присоединения к Европейской валютной системе [191, р. 49].

Еще одной страной, сменившей режим таргетирования денежной массы на режим таргетирования валютного курса, является Македония. Таргетирование денежной массы там осуществлялось с 1992 года до октября 1995 года. И в данном случае в качестве валюты–якоря первоначально была использована немецкая марка, которую впоследствии сменил евро. В целом денежным властям Македонии удается поддерживать стабильный валютный курс македонского денара к валюте–якорю². Они также считают, что таргетирование валютного курса как режим денежной политики должен быть сохранен на ближайшие годы, хотя, как и Босния и Герцеговина, Македония вправе рассчитывать лишь на довольно длительный и постепенный путь к полноценной интеграции в Евросоюз, и жесткость валютного курса в такой ситуации может стать причиной снижения конкурентоспособности национальной продукции на внешних рынках и, как следствие, торможения экономического роста.

Наконец, среди стран с переходной экономикой можно выделить две страны, которые, в целом, проводят денежную политику, базирующуюся на принципах режима таргетирования валютного курса, но делают это довольно специфичным образом.

Первая страны – Беларусь, где в рамках политики создания союзного государ-

¹ Считается, что в 1991-1996 годах Национальный банк Болгарии пытался контролировать предложение денег, хотя никакие явные ориентиры, определяющие темпы роста денежной массы, не устанавливались [431, р. 13].

² Лишь в 1997 году произошла девальвация денара по отношению к немецкой марке на 16% [177, р. 8].

ства и перехода к единой валюте первоначально осуществлялась привязка белорусского рубля к российскому рублю [84]. Проблемы, возникающие при данном варианте таргетирования валютного курса, связаны с тем, что хотя Россия и является основным торговым партнером Беларуси, но, поскольку российский рубль не является международной резервной валютой, расчеты с другими странами осуществляются в твердых валютах. Следовательно, денежные власти Беларуси должны были принимать в расчет возможные изменения валютного курса рубля, поскольку от этого будет зависеть и конкурентоспособность белорусских товаров на мировом рынке¹. Таким образом, индикативный показатель денежной политики Беларуси (курс белорусского рубля к американскому доллару) оказывает влияние на контрольный показатель (курс белорусского рубля к российскому рублю). Это ставило под сомнение официальное положение, что валютой–якорем для белорусского рубля является российский рубль; фактически им в большей степени являлся американский доллар США. Впоследствии (в 2008 году) это было подтверждено официальным признанием доллара США в качестве валюты–якоря [86, с. 15]².

Вместе с тем перспективы изменений белорусской денежной политики связаны, прежде всего, с реализацией (или нереализацией) планов введения российского рубля в качестве единой валюты для России и Беларуси. В первом случае режим денежной политики Беларуси будет определяться режимом денежной политики России. Если единая валюта не будет введена, то, по мнению ряда белорусских специалистов, «в среднесрочной перспективе Национальному банку Республики Беларусь необходимо работать над созданием условий для перехода к инфляционному таргетированию» [48, с. 38]. Несомненно, что для перехода к режиму таргетирования инфляции необходимы значительные изменения в денежной политике Беларуси, связанные, с повышением независимости Национального банка и отказом

¹ Непредвиденное укрепление российского рубля по отношению к американскому доллару в 2003 году вынудило Национальный банк Республики Беларусь откорректировать показатель номинального валютного курса белорусского рубля к российскому рублю, чтобы не допустить снижение ценовой конкурентоспособности экспортируемых товаров [83].

² В 2009 году режим таргетирования валютного курса был усложнен: привязка белорусского рубля осуществляется к корзине валют – доллару США, евро и российскому рублю, однако пределы колебаний установлены лишь по отношению к доллару США [87, с. 3].

от фискального доминирования. Тем не менее, определенные шаги по подготовке к введению нового режима денежной политики уже предпринимаются (см. [56; 134]), а начиная с 2005 года, достижение некоторых ориентиров инфляции рассматривается уже в качестве одной из главных целей денежной политики [85, с. 12].

Второй страной, избравшей свой путь в рамках режима таргетирования валютного курса, стала Черногория. Еще находясь в составе Сербии¹, Черногория не стала ни использовать сербскую валюту, ни вводить свою собственную валюту. Получив в 1999 году значительную самостоятельность, Черногория пошла даже дальше режима валютного правления, избрав режим «полной долларизации», т.е. законным платежным средством на территории Черногории стала валюта другой страны. Первоначально ей была немецкая марка, а с июня 2002 года ее роль стал выполнять евро².

С точки зрения принципов проведения денежной политики «полная долларизация» не отличается принципиально от валютного правления, если последнее осуществляется в его классической форме, когда все предложение денег должно покрываться иностранными валютными резервами³.

Черногория соответствовала всем теоретическим предпосылкам, которые необходимы для успешной реализации режима «полной долларизации»: малая страна с открытой экономикой, пережившая в составе Югославии в недалеком прошлом гиперинфляцию; ей почти не доставались доходы от денежной эмиссии (сеньораж); значительная часть ее внешней торговли приходится на страны Евросоюза, наконец, стране присуща достаточно высокая гибкость рынка труда, поскольку значительная часть граждан работает за пределами Черногории [229, р. 30].

Денежные власти Черногории не предполагают в каком-то обозримом будущем отказываться от режима «полной долларизации», справедливо считая, что введение собственной валюты приведет к значительным потерям для экономического

¹ Черногория стала самостоятельным государством с 1 января 2007 года, до этого момента являясь частью союзного государства Сербия и Черногория (Югославия).

² С точки зрения наименования более точным здесь был бы термин «евроизация».

³ Сравнительный анализ режимов валютного правления и полной долларизации см. [118, с. 131-141].

развития страны.

6.1.2. Таргетирование денежной массы

Второй из возможных режимов денежной политики – таргетирование денежной массы – также широко используется при проведении денежной политики в странах с переходной экономикой. Такая ситуация вызывает вопросы, поскольку отказ большинства развитых стран от таргетирования денежной массы, как уже отмечалось выше, связан с тем, что в современных условиях глобального перетока капиталов крайне сложно прогнозировать спрос на деньги. Еще в большей степени неустойчивость спроса на деньги присуща странам с переходной экономикой, что связано не только с колебаниями притока и оттока иностранного капитала, но и с неустойчивостью финансовых рынков, бартеризацией и особенно долларизацией экономик многих стран, быстрыми институциональными изменениями, происходящими в условиях радикальных экономических реформ.

Представляется, что использование режима таргетирования денежной массы в странах с переходной экономикой объясняется рядом обстоятельств. Во-первых, особенно это относится к начальному периоду радикальных экономических реформ, в рамках программ МВФ, направленных на макроэкономическую стабилизацию и снижение инфляции, много внимания уделялось ограничениям роста денежной базы и объема кредитования экономики в целом и, в особенности, правительства. В конечном счете, такие ограничения и сводятся к ограничениям темпов роста денежной массы. Во-вторых, как справедливо отмечает ряд авторов [285, р. 12], в странах с переходной экономикой таргетирование денежной массы является очень удобным для денежных властей, поскольку для общественности содержание того или иного агрегата денежной массы намного менее понятно, нежели содержание понятий «валютный курс» или «темп инфляции». Во всяком случае, решая задачу снижения темпов инфляции на основе таргетирования денежной массы, денежные власти в условиях переходной экономики могут сослаться на зависимость инфляции от каких-то иных факторов помимо изменения денежной массы, что и не позволяет им успешно решать поставленную задачу. В-третьих, денежные власти отдельных стран

на каком-то этапе могут исходить из непривлекательности национальной экономики для «атак» иностранного капитала и некотором снижении в связи с этим неопределенности спроса на деньги.

Особенностью многих стран осуществляющих таргетирование денежной массы в последние годы является то, что они одновременно (явно или неявно) таргетируют какой-либо иной макроэкономический показатель (чаще всего валютный курс). Подобные страны относятся к странам без явно обозначенного номинального якоря, которые будут предметом нашего рассмотрения ниже. Тем не менее, есть несколько стран, которые последовательно проводят (или проводили в недавнем прошлом) именно политику таргетирования денежной массы. Далеко не всегда эта политика сопровождалась позитивными результатами в экономическом развитии. Как мы уже отмечали, в Болгарии и Македонии таргетирование денежной массы не решило проблем снижения темпов инфляции, и обе страны перешли к различным версиям режима таргетирования валютного курса. Некоторые авторы считают, что вообще таргетирование денежной массы присуще в большей степени странам, которые относятся к «аутсайдерам процесса перехода к современной экономике» [54, с. 313], отмечая, однако, и наличие успешных примеров.

К таким успешным примерам осуществления режима таргетирования денежной массы следует отнести, прежде всего, Словению. Первоначально (с 1992 года) объектом таргетирования был агрегат M1 [166, р. 11], много внимания обращалось и на изменение денежной базы. При этом денежные власти Словении прямо указывали на то, что для экономики страны режим таргетирования валютного курса, введенный многими странами юго-восточной Европы, был бы менее приемлем, поскольку он позволяет влиять на изменение цен лишь торгуемых товаров, оставляя вне влияния весь сектор неторгуемых товаров [166, р. 12-13]. Однако по мере создания необходимых условий, связанных с повышением степени восприимчивости национальной экономики к иностранным инвестициям, предполагался переход к режиму таргетирования валютного курса [166, р. 11]. Величина валютного курса не оставлялась без внимания, однако сам режим валютного курса осуществлялся в форме режима плавающего курса, а интервенциям на валютном рынке устанавливались жесткие

ограничения целевыми ориентирами денежной массы.

С 1997 года был сменен объект таргетирования – им стал агрегат МЗ [167, р. 17]. Этот переход был обусловлен тем, что агрегат МЗ включает практически все обязательства денежной системы в национальной валюте, а также счета частного сектора в иностранной валюте. Что касается режима валютного курса, то он был определен как «управляемое плавание»¹, при этом сам принцип государственного вмешательства, связывающий ограниченность валютных интервенций требованиями достижения целевого ориентира денежной массы, остался неизменным. Постановка целевого ориентира стала более гибкой, представляя собой довольно широкий коридор, по сравнению с более жесткой его фиксацией в предыдущие годы. Практика показала, что денежные власти Словении довольно успешно справлялись с задачей достижения целевых ориентиров денежной массы и поддержания на этой основе макроэкономической стабильности [168, р. 27].

Дальнейшие изменения в денежной политике Словении были вызваны принятием в 2001 году Программы денежной политики Банка Словении [386, р. 3]. В этой программе в качестве первоочередной задачи было определено максимально быстрое присоединение к европейской валютной системе и, в связи с этим, целевыми ориентирами денежной политики стали нормативы, установленные Евросоюзом для присоединения к европейской валютной системе: темп инфляции, процентная ставка, стабильность валютного курса. К 2007 году задача была выполнена: Словения первой из стран с трансформируемой экономикой присоединилась к европейской валютной системе.

Среди других стран Юго-Восточной Европы таргетирование денежной массы применяли Албания, Румыния и Югославия (Сербия и Черногория).

Албания использовала в качестве целевого ориентира агрегат МЗ. Однако по сравнению со Словенией денежным властям Албании далеко не всегда удавалось добиться выполнения целевого ориентира – ограничения темпов роста денежной массы установленными рамками [162; 163; 164] – даже в тех случаях, когда исполь-

¹ Возможно, этот факт дал основание некоторым авторам отнести Словению к группе стран, проводящих денежную политику без явно выраженного номинального якоря [120, с. 31].

зовалось непосредственное ограничение объемов кредитования экономики. Часто Банк Албании корректировал установленные целевые ориентиры, чтобы фактический рост предложения денег попадал в рамки установленного ограничения.

Однако в последние годы в денежной политике Албании произошли существенные изменения. В Среднесрочном плане развития Банка Албании на 2003-2005 годы была поставлена задача подготовки к введению с 2007 года нового режима денежной политики – таргетирования инфляции [406, р. 22, 27-29]². При этом целевые ориентиры инфляции начали устанавливаться с 1999 года (см. приложение V, табл. V.2). Этим планам не суждено было осуществиться, и сейчас дата перехода отнесена за пределы 2011 года [327].

Выбор целевого ориентира инфляции в интервале 2-4% годового изменения потребительских цен³ был определен, с одной стороны, успехами денежных властей Албании в снижении инфляции, а с другой – стремлением страны стать, в конечном счете, членом ЕС и, следовательно, уже изначально готовиться к соблюдению требований, которые предъявляются к государствам, вступающим в еврозону. Такое добавление дополнительного целевого ориентира к целевому ориентиру роста денежной массы перевело денежную политику Албании к режиму без явно определенного единственного номинального якоря.

Опыт применения Румынией режима таргетирования денежной массы в некотором смысле напоминает опыт денежной политики Болгарии, правда без столь катастрофических последствий для экономики⁴. Объектом таргетирования была избрана денежная база. При этом денежные власти Румынии, подобно словенским, отмечали неприемлемость для Румынии использования режима таргетирования валютного курса, объясняя это недостатком валютных резервов, которые в условиях высокой инфляции были бы быстро исчерпаны, а также внутренними корнями ин-

² Разработчиками плана «таргетирование инфляции рассматривается как наиболее подходящий режим денежной политики как для развитых стран, так и для стран с переходной экономикой» [406, р. 27].

³ Помимо общей инфляции, основанной на годовом индексе потребительских цен, Банк Албании предполагает исчислять и использовать при проведении денежной политики еще показатели базовой и среднегодовой инфляции [328, р. 4].

⁴ Инфляция в 1997 году составила 578,5% в Болгарии и «лишь» 151,4% в Румынии [178, р. 27, 30].

фляции, на которые сложно было бы повлиять путем фиксации валютного курса [344, р. 51]. Вместе с тем уже с 1998 года режим таргетирования денежной массы в Румынии потерял первоначальную чистоту. Денежные власти стали уделять больше внимания стабильности валютного курса, перейдя к режиму управляемого плавания валютного курса.

Новый толчок изменениям в денежной политике Румынии придали принятая в 2000 году Программа среднесрочного экономического развития Румынии и особенно принятая в 2001 году Экономическая программа подготовки к вступлению в Евросоюз, в которых прямо было указано о необходимости в преддверии вступления в ЕС смены режима денежной политики и введении режима таргетирования инфляции [378, р. 5].

В рамках подготовки к новому режиму денежной политики вносились изменения в законодательные акты, усиливающие независимость центрального банка⁵, укреплялась финансовая дисциплина, снижался бюджетный дефицит, и уменьшалась опасность фискального доминирования, стали устанавливаться целевые ориентиры инфляции, разрабатывались эконометрические модели прогнозирования инфляции. Устанавливая целевые ориентиры инфляции (см. приложение V, табл. V.2), Национальный банк Румынии демонстрировал свое стремление к снижению темпов инфляции [345, р. 9, 149; 347, р. 29].

В августе 2005 года Румыния перешла к таргетированию инфляции. Основные черты румынской версии данного режима денежной политики можно свести к следующим [275]: целевой ориентир инфляции устанавливается на основе индекса потребительских цен, величина целевого ориентира устанавливается как конкретное (точечное) значение с возможностью отклонения на один процентный пункт в обе стороны, установление целевого ориентира на два года вперед⁶, таргетирование инфляции проходит в гибком режиме, сосуществуя с управляемым плаванием валютного курса, целевой ориентир инфляции объявляется совместно Национальным Бан-

⁵ В июле 2004 года в Законе «О статусе Национального Банка Румынии» была зафиксирована его главная цель – «обеспечить и поддерживать стабильность цен» [346, р. 49].

⁶ В связи с переходом к режиму таргетирования инфляции был скорректирован целевой ориентир инфляции на 2005 год и установлен на 2006 год – соответственно 7,5% и 5% (в обоих случаях $\pm 1\%$) [348, р. 5].

ком и правительством.

Югославия (Сербия и Черногория⁷) с помощью политики таргетирования денежной массы справилась с гиперинфляцией начала 1990-х годов. В качестве объекта таргетирования был выбран агрегат M2 [351, р. 41], впоследствии к нему добавился контроль над денежной базой. После обособления в 1999 году денежной системы Черногории Национальный Банк Сербии продолжил политику таргетирования денежной массы практически в том же виде, в котором ее проводил Национальный банк Югославии [349, р. 27-46]. Вместе с тем влияние на проводимую денежную политику стала оказывать политика валютного курса. В середине 1990-х годов Национальный банк Югославии предпринимал попытки даже зафиксировать валютный курс, превратив его во второй номинальный якорь, однако дальше формальной декларации дело не пошло, рыночный курс югославского динара существенно отличался от установленного, и Национальный банк даже не пытался его поддерживать. Все это позволяло сделать вывод, что при формальной фиксации режим валютного курса в Югославии фактически был плавающим (см. [178, р. 6]). С 2001 года стабилизирующему влиянию валютного курса стали уделять больше внимания, проводится политика управляемого плавания, имеющая своей целью поддержание стабильности реального валютного курса и постепенного снижения номинального валютного курса [349, р. 48-50]. Это означало отказ денежных властей Сербии от проведения политики использования одного номинального якоря – роста денежной массы.

Впоследствии, в связи с необходимостью решения стратегической задачи – вступлению в ЕС – все больше внимания стало уделяться снижению инфляции как непосредственной цели денежной политики, стали (с 2006 года) устанавливаться целевые ориентиры инфляции, в этом же году было принято решение о начале переходного периода к введению полноценного режима таргетирования инфляции [316].

Особенностью этого переходного периода было использование в качестве показателя целевого ориентира инфляции базовой инфляции. При формальном объявлении плавающего валютного курса Национальный банк Сербии также оставил за

⁷ Особый путь денежной политики Черногории в последние годы мы рассмотрели выше.

собой право проводить валютные интервенции, как с целью поддержания стабильности цен, так и с целью поддержания на необходимо уровне валютных резервов [335].

Лишь с 2009 Сербия перешла к полноформатному режиму таргетирования инфляции [317]. В качестве целевого ориентира инфляции был принят индекс потребительских цен, при этом между Национальным банком и правительством Сербии было заключено специальное соглашение о совместных действиях в условиях режима таргетирования инфляции [148], в соответствии с которым изменения цен, которые продолжает регулировать правительство, будут происходить с учетом мнения Национального банка.

Среди стран-членов СНГ, большинство из которых, особенно в начальный период радикальных реформ, пользовались поддержкой МВФ, многие страны также использовали при проведении своей денежной политики те или иные элементы таргетирования денежной массы, а некоторые из них довольно последовательно реализовывали данный режим денежной политики.

К последним следует отнести, во-первых, Армению, денежные власти которой прямо заявляли о проведении политики таргетирования денежной массы, «чтобы обеспечить соблюдение режима плавающего валютного курса и стабильность цен» [409, р. 8]. Объект таргетирования несколько раз менялся, сначала это были чистые внутренние активы и денежная база, а затем стал таргетироваться агрегат M2. Ограниченность доступных для Центрального банка Армении инструментов денежной политики, неразвитость финансового рынка, высокая степень долларизации экономики затрудняла проведение денежной политики, но, в целом, денежным властям Армении удавалось удерживать целевой показатель роста денежной массы в заданном ими коридоре.

С 2003 года новой чертой денежной политики Армении стало установление в качестве целевого показателя для денежной политики не только изменения агрегатов денежной массы, но и уровня инфляции [409, р. 28]. В ситуации плавающего валютного курса установление целевого ориентира инфляции означает большее значение, придаваемое инфляции по сравнению с валютным курсом [364, р. 39].

В 2005 году проявились существенные недостатки денежной политики, осно-

ванной на таргетировании денежной массы. Значительный приток иностранной валюты привел к увеличению спроса на национальную валюту и, в условиях плавающего валютного курса и ограничений роста предложения денег, к значительному повышению курса национальной валюты. В подобной ситуации перед денежными властями Армении встала задача изменения режима денежной политики и перехода либо к таргетированию валютного курса, либо к таргетированию инфляции [411, р. 3].

В связи с серьезными недостатками, которые порождал выбор таргетирования валютного курса, Центральный банк Армении принял решение о переходе в 2006 году к режиму таргетирования инфляции. При этом сам переход, т.е. «включение» всех элементов, характеризующих таргетирование инфляции, должен был происходить постепенно в течение некоторого промежутка времени, а не скачкообразно. На начальном этапе предполагалось публиковать прогноз инфляции, но не обнародовать ни реакцию Центрального банка на инфляцию, ни его конкретные меры, за исключением самых общих направлений, ни макроэкономическую модель, на основании которой будет осуществляться прогнозирование инфляции⁸, а также прогнозы других индикаторов, связанных с инфляцией. При выборе показателя целевого ориентира инфляции денежные власти Армении предпочли открытость и понятность показателя лучшей его управляемости, определив в качестве его индекс потребительских цен [411, р. 6-7].

Сходный с режимом денежной политики Армении режим денежной политики, основанный на таргетировании денежной массы и плавающем валютном курсе проводит Национальный банк Киргизии. Как и в Армении, объектом таргетирования выступает денежный агрегат M2 [68, с. 6], как и в Армении, целевой показатель, в основном, удается удерживать в установленных в рамках, наконец, как и в Армении, в рамках денежной политики устанавливается и целевой показатель инфляции. При этом устанавливать целевой ориентир инфляции Национальный банк Киргизии начал с 1999 года, последовательно проводя политику снижения величины целевого ориентира (см. Приложение V Таблица V.2).

⁸ В 2007 году в рамках политики открытости модель была обнародована [368, р. 6].

Целевой ориентир инфляции устанавливается совместно правительством и Национальным банком в рамках ежегодного «Совместного заявления Правительства Кыргызской Республики и Национального банка Кыргызской Республики о финансовой и социально-экономической политике».

Вместе с тем в последние годы все больше внимание уделяется валютному курсу: его свободное плавание превращается во все более управляемое плавание. Несмотря на то, что в официальных документах Национального банка Киргизии речь идет о продолжении политики плавающего валютного курса [36], в них же указывается на проведение валютных интервенций с целью сглаживания колебаний валютного курса. В документах МВФ валютная политика Киргизии прямо определяется как управляемое плавание, при этом признается, что целью этого управления является не обеспечение конкурентоспособности национальных производителей, а поддержание низкого уровня инфляции [302, р. 12-13].

Что касается перспектив денежной политики Киргизии, то «в среднесрочном периоде будет продолжена работа по созданию предпосылок для осуществления перехода к ... концепции прямого таргетирования целевого показателя» [69].

Третьей страной СНГ, проводящей политику таргетирования денежной массы, является Молдова. Официально это было сформулировано лишь в документе, определяющем задачи денежной и валютной политики Национального банка Молдовы на 2005 год [27], хотя и в предшествующие годы основные тезисы, характеризующие денежную политику, были такими же. Объектом таргетирования первоначально являлся денежный агрегат M2 [343, р. 32], а затем добавились денежная база и агрегат M3 [29]. Денежной политике Молдовы в большей степени, чем политике двух других стран были присущи корректировки в связи с изменяющимися обстоятельствами, но и в этом случае целевые ориентиры достигались далеко не всегда. Существенные изменения в денежной политике Молдовы произошли в 2006 году, когда изменилась основная задача Национального банка: с «поддержания стабильности национальной валюты» на «обеспечение и поддержание стабильности цен» [30, с. 12]. В связи с этим была поставлена задача постепенного изменения режима

денежной политики и перехода к режиму таргетирования инфляции⁹. В связи с этим изменилось значение показателя инфляции: он стал играть роль не прогноза, а целевого ориентира, на достижение которого должна быть направлена политика банка. Вместе с тем, в качестве промежуточных целей по-прежнему продолжали использоваться денежные агрегаты [31, с. 13].

Решительный шаг в сторону таргетирования инфляции был сделан в 2010 году, когда в принятых изменениях в «Стратегии денежной политики Национального банка Молдовы на 2010-2012 годы» было прямо указано, что «существующий режим денежной политики, точнее режим таргетирования денежных агрегатов не позволяет, в сложившихся условиях, полностью достичь главной цели» [119, с. 4] – обеспечения и поддержания стабильности – цен и «что адекватным режимом денежной политики, позволяющим обеспечить главную цель, является режим направленный на достижение специфических целей относительно инфляции...» [119, с. 5]».

6.1.3. Таргетирование инфляции

Введение третьего возможного режима денежной политики – режима таргетирования инфляции – в таких странах как Чехия, Польша и Венгрия в первые годы радикальных экономических реформ было вызвано тем, что применение режима таргетирования валютного курса в различных вариациях не привело к снижению инфляции до уровня развитых стран, что, в свою очередь, препятствовало решению важнейшей экономико-политической задачи, которую поставили перед собой эти страны – вступлению в ЕС и присоединению к Европейской валютной системе¹⁰.

В пункте 4.1 мы подробно рассмотрели предпосылки введения таргетирования инфляции, которые должны, так или иначе, присутствовать в любой стране, но в странах с переходной экономикой они приобретают специфические особен-

⁹ В 2007 году Национальный банк Молдовы утвердил План действий по внедрению стратегии таргетирования инфляции.

¹⁰ Здесь мы выделяем лишь страны, которые в полной мере перешли к данному режиму денежной политики. Страны, использующие лишь отдельные элементы таргетирования инфляции, готовясь, как правило, к полному переходу к такому режиму, будут рассмотрены ниже.

ности, по сравнению с развитыми странами.

Во-первых, независимость центрального банка, определяемая отсутствием необходимости следования приоритетам бюджетной политики (существование «фискального доминирования») может быть поставлена под сомнение двумя факторами: значительным внешним долгом и, в связи с этим, необходимостью значительных расходов по его покрытию, и богатыми традициями «фискального доминирования», которое на начальном этапе радикальных реформ было скорее правилом, чем исключением, поскольку, в условиях практически отсутствующих финансовых рынков, правительства прибегали к заимствованию у центральных банков.

Во-вторых, установление целевого ориентира инфляции может вступить в конфликт с другим популярным номинальным якорем – таргетированием валютного курса. Как известно, таргетирование инфляции, в принципе, не совместимо с фиксированным валютным курсом. Это связано с тем, что невозможно определять в качестве целевого ориентира инфляции уровень инфляции, отличающийся от инфляции в той стране, к валюте которой привязана данная национальная валюта. Использование гибкого валютного коридора ослабляет это ограничение, но в случае конфликтной ситуации приоритет должен отдаваться ориентиру инфляции, а не валютному курсу.

В-третьих, вследствие более быстрых структурных изменений «модельная неопределенность» в странах с переходной экономикой существенно выше, чем в индустриально развитых странах. В связи с этим существуют большие проблемы в определении того, как изменения таких инструментов денежной политики как процентная ставка, валютный курс или денежные агрегаты влияют на инфляцию, каковы лаги денежной политики, как инфляция реагирует на изменения таких переменных как заработная плата, уровень безработицы, использование производственных мощностей и т.п.

Наконец, традиционная для административно-командной хозяйственной системы секретность распространялась и на деятельность центрального банка, поэтому открытость и прозрачность денежной политики, необходимые при прове-

дении инфляционного таргетирования, также не соответствовали экономическим традициям стран с переходной экономикой.

Первой страной с переходной экономикой, начавшей осуществлять политику таргетирования инфляции, стала Чехия.

Оценивая готовность страны к введению данного режима денежной политики с точки зрения наличия необходимых предпосылок, можно отметить, что, во-первых, риск фискального доминирования в Чехии низок. Национальному банку Чехии гарантирован высокий уровень независимости, сопоставимый с тем уровнем независимости, которыми обладают Центральные банки в странах, использующих политику таргетирования инфляции. Он законодательно наделен правом проводить независимую денежную политику. Фактически Национальный банк Чехии обладает правом независимо устанавливать целевые ориентиры, поэтому он автономно фиксирует ориентиры инфляции. Финансирование дефицита государственного бюджета формально не запрещено, но закон содержит нормы, ограничивающие такого рода операции по объему, формам и срокам. Во-вторых, у Национального банка не было и другого монетарного якоря, поскольку, как мы отметили выше, главной причиной перехода к политике таргетирования инфляции в Чехии был, по сути дела, крах режима фиксированного валютного курса (см. [299]).

В исходной форме концепция таргетирования инфляции в Чехии заключалась в следующем: Национальный банк устанавливает в качестве ориентира индекс «чистой инфляции», определяемый как темп роста потребительских цен, без учета администрируемых цен, т.е. цен устанавливаемых государством или регулируемых им, а также изменений косвенных налогов. В 1998 году администрируемые цены составляли около 18% корзины, на основе которой определялся индекс потребительских цен [274]. С другой стороны, 85% корзины товаров, формирующих индекс чистой инфляции, составляют торгуемые товары и 15% – неторгуемые, поэтому индекс чистой инфляции более чувствителен к изменениям валютного курса, чем индекс потребительских цен, в котором торгуемые товары составляют 67,3% [272]. В результате индекс чистой инфляции представлял собой

довольно сложную конструкцию, не вполне понятную общественности. Выбор индекса чистой инфляции в качестве целевого ориентира при таргетировании инфляции продемонстрировал проблемы переходной экономики, в которой изменения в структуре цен еще не завершены. С формальной точки зрения индекс чистой инфляции более контролируем, нежели индекс потребительских цен, но, с другой стороны, сложность его конструкции снижает прозрачность денежной политики и доверие к ней. Нельзя также не учитывать, что регулируемые цены оказывают сильное влияние на издержки производства, и поэтому они все равно косвенно влияют на свободные цены. Следовательно, более высокая контролируемость индекса чистой инфляции оказывается в большей степени кажущейся, нежели реальной.

Индекс чистой инфляции как целевой ориентир денежной политики был определен как некоторая цепочка показателей (см. табл. 6.2): была определена среднесрочная цель – снижение инфляции до 3,5-5,5% в 2000 году [274].

На первом этапе Национальный банк Чехии столкнулся с некоторыми проблемами в связи с новой стратегией денежной политики.

Во-первых, необходимость повышения регулируемых цен привела к значительным различиям между индексом чистой инфляции и индексом потребительских цен. Большой разрыв между индексами, которые используются в качестве целевого ориентира, может поднять вопросы о доверии к поставленной цели, несмотря на хорошо известные причины этого разрыва. Это вызвано тем, что общество строит свои инфляционные ожидания на основе индекса потребительских цен, так как именно этот индекс наиболее точно аппроксимирует истинную стоимость жизни и наиболее широко публикуется. В таких условиях объявления, что снижение инфляции является целью проводимой денежной политики, оказываются пустым звуком, особенно, если два индекса демонстрируют расходящиеся тренды. Это подтверждает тезис, что стремление к большей контролируемости целевого ориентира имеет свои ограничения с точки зрения эффективности. Таким образом, таргетирование инфляции встретило определенные трудности в осуществлении, когда процесс корректировки относительных цен еще не завер-

шен.

Во-вторых, индекс чистой инфляции в определенной степени дезориентировал экономических субъектов, поскольку их инфляционные ожидания возросли в связи с повышением «администрируемых» цен. Встал вопрос об уровне ответственности Национального банка за столь сильное отклонение фактического показателя от уровня, заданного в качестве целевого ориентира и об определении условий выхода, при которых Национальный банк не может нести ответственность за то, что показатели инфляции будут отклоняться от установленного ориентира¹¹.

В-третьих, связи с общественностью, являющиеся важной частью общей стратегии таргетирования инфляции, первоначально были довольно ограничены. Национальный банк не объяснял многие свои решения, связанные, в том числе с выбором величины интервала при установлении целевого ориентира инфляции.

Дальнейшее развитие режима таргетирования инфляции проявилось в том, что, разрешая сложившееся противоречие между контролируемостью и прозрачностью целевого ориентира инфляции, Национальный банк Чехии перешел с 2002 года к таргетированию не индекса чистой инфляции, а индекса потребительских цен. При этом было установлено, что определение конкретной величины целевого ориентира инфляции будет производиться Национальным банком совместно с правительством Чехии, а сам целевой ориентир представляет собой своеобразный «наклонный коридор», в рамках которого должен находиться темп роста потребительских цен [412] (Приложение V Таблица V.2).

Национальный банк Чехии избрал стратегию постепенного снижения уровня инфляции: в первые годы после начала действия режима таргетирования ин-

¹¹ Эти условия выхода, впервые сформулированные в 1998 году и дополненные в 2001 году, включают в себя: значительные колебания мировых цен на сырье, энергоносители и другие товары; значительные колебания валютного курса кроны, не связанные с изменениями основных показателей национальной экономики и денежной политики; значительные изменения условий сельскохозяйственного производства, которые влияют на цены на сельскохозяйственные продукты; природные катастрофы и тому подобные экстраординарные явления, которые провоцируют ценовые шоки; изменение администрируемых цен, которые приводят к росту потребительских цен более чем на 1,5%; ступенчатое изменение косвенных налогов [273, р. 29]. К этому перечню, несомненно, следует добавить возможные единовременные ценовые шоки, связанные с вступлением Чехии в ЕС.

фляции темп снижения составлял примерно 0,5 процентных пункта, а затем снизился до примерно 0,25 процентных пункта.

В марте 2004 года был установлен целевой ориентир инфляции $3\% \pm 1\%$ на период с 1 января 2006 года до момента присоединения Чехии к европейской валютной системе [404]. Однако этот показатель не соответствовал европейскому критерию стабильности цен, определенному Европейским центральным банком на основе «согласованного индекса потребительских цен» и в связи с переносом вхождения в зону евро на период после 2011 года, с 2010 года установлен целевой ориентир инфляции $2\% \pm 1\%$.

Второй страной с переходной экономикой, перешедшей к режиму таргетирования инфляции, стала в 1999 году Польша.

С точки зрения наличия двух исходных предпосылок успешного введения таргетирования инфляции, то для Польши, как и для Чехии, фискальное доминирование не являлось серьезной проблемой, ее центральный банк независим в том, что касается инструментов достижения конечной цели – стабильности уровня цен, и Законом о Центральном банке исключена возможность прямого кредитования Национальным банком Польши ее правительства.

Условие отсутствия обязательств относительно другого монетарного якоря выполнялось в Польше в меньшей степени, так как в ней первое время сохранялись элементы таргетирования валютного курса в рамках достаточно широкого коридора $\pm 15\%$ от центра паритетной ставки валютной корзины¹². Однако, в целом, готовность польской экономики к введению таргетирования инфляции оценивалась достаточно высоко [204; 205].

Мотивируя свое решение перехода к режиму таргетирования инфляции, Национальный банк Польши объяснил, почему он отвергает таргетирование валютного курса и таргетирование денежной массы: неопределенность величины равновесного валютного курса, особенно в условиях сильных внешних шоков,

¹² Это объяснялось существенным влиянием, которое оказывал валютный курс на другие макроэкономические показатели польской экономики (см. [257]). Только в апреле 2000 года Национальный банк принял решение об отказе от контроля над валютным курсом и о переходе к режиму плавающего валютного курса.

продолжающейся либерализации движения капитала и структурных изменениях в экономике, и нестабильность отношения между денежными агрегатами и инфляцией вследствие избыточной ликвидности банковского сектора, нестабильного притока капитала и постоянно меняющегося уровня монетизации польской экономики в результате специфического развития финансовых рынков. В качестве достоинств таргетирования инфляции была отмечена прозрачность целевого ориентира инфляции для общественности и гибкость инструментов в условиях таргетирования инфляции, которая позволяют центральному банку находить их необходимое сочетание для того, чтобы противодействовать различным шокам [316].

В отличие от Чехии Национальный банк Польши в качестве целевого ориентира сразу выбрал индекс потребительских цен, поскольку этот показатель инфляции более понятен широкой общественности. Таким образом, здесь предпочтение было отдано прозрачности, а не лучшей контролируемости целевого ориентира. Для того чтобы повысить надежность таргетирования инфляции на основе индекса потребительских цен правительство предоставило Национальному банку точный график роста регулируемых цен и налогов.

В соответствии со «Среднесрочной стратегией денежной политики» Национальный банк Польши предполагал постепенное снижение инфляции и определил среднесрочный (на пять лет) целевой инфляционный ориентир, который дополняется годовыми ориентирами. Выбор однолетнего периода для краткосрочной цели был предопределен необходимостью принять в расчет лаги влияния денежной политики и дать возможность разработчикам дополнительное время для реакции на различные потенциальные шоки. Польская формулировка величины среднесрочного ориентира отличалась от чешской. Она предполагала снизить индекс потребительских цен ниже 4% к 2003 году.

Последующая реализация режима таргетирования инфляции, как и в Чехии, была связана с постепенным снижением целевого ориентира инфляции (см. Приложение V Таблица V.2).

Принципиальным решением было принятие в начале 2003 года новой программы развития денежной политики «Стратегия денежной политики за предела-

ми 2003 года» [337], поскольку снижение уровня инфляции, произошедшее в связи с реализацией «Стратегии денежной политики на 1999-2003 годы», поставило перед Национальным банком новую задачу – обеспечить стабилизацию инфляции на низком уровне. Важность этой задачи возрастает в связи с вступлением Польши в ЕС и стремлением максимально быстро выполнить условия членства в еврозоне.

В таких условиях в рамках новой стратегии был определен единый на весь период целевой ориентир инфляции на уровне $2,5\% \pm 1$ процентный пункт. При этом считается, что стабильность целевого ориентира инфляции не будет мешать снижению, при необходимости, уровня инфляции ниже целевого ориентира. Более того, при вступлении в еврозону допускается установление дополнительного краткосрочного целевого ориентира инфляции в том случае, если уровень инфляции, необходимый для вступления, окажется ниже $2,5\%$ [337, р. 12, 18].

Третьей страной, перешедшей к режиму таргетирования инфляции, стала Венгрия, которая сделала это в середине 2001 года. Однако формальная подготовка к практическому применению данного режима денежной политики началась задолго до его введения: ежеквартальные отчеты об инфляции, включающие, в том числе, и прогнозы будущей инфляции, стали выходить в Венгрии с 1999 года. Перед введением таргетирования инфляции была либерализована курсовая политика: с $\pm 2,25\%$ до $\pm 15\%$ увеличены пределы колебаний форинта по отношению к евро [364]. Вообще, введение режима таргетирования инфляции в Венгрии являло собой пример «градуалистского» подхода (как и многие другие элементы радикальных реформ), в отличие, например, от Чехии, где это проходило в форме близкой к «шоковой терапии».

С точки зрения предпосылок успешного введения таргетирования инфляции венгерская экономика, как и экономика Чехии и Польши, не испытывала каких-либо проблем, связанных с фискальным доминированием, величина дефицита была невелика и покрывалась за счет неденежных источников (см. [282, р. 6]).

Введение режима таргетирования инфляции в Венгрии сопровождалось принятием нового Закона о Национальном банке Венгрии, в соответствии с ко-

торым Национальный банк приобрел уровень независимости, соответствующий стандартам ЕС¹³.

Вместе с тем венгерская модель таргетирования инфляции отличается от моделей двух других стран тем, что в ней присутствует, хотя и в относительно слабой форме второй номинальный якорь – валютный курс, что может порождать (и действительно порождает) противоречия в проводимой денежной политике.

Показателем, на основе которого определяется целевой ориентир инфляции, был избран индекс потребительских цен. Вместе с тем статистические органы рассчитывают и доводят до сведения Национального банка Венгрии и базовый индекс инфляции, который отличается от индекса потребительских цен тем, что в него не включаются цены на товары, подверженные значительным колебаниям – прежде всего, продовольствие и энергоносители, а также администрируемые цены.

Определением величины целевого ориентира инфляции занимается Национальный банк по согласованию с правительством. Первым целевым ориентиром инфляции, установленным на конец 2001 года, стал уровень инфляции $7\% \pm 1\%$ [153, р. 19]. Последующее снижение целевых ориентиров инфляции (см. приложение V, табл. V.2) демонстрировало стремление добиться выполнения условий Маастрихтского договора [333, р. 51]. Однако впоследствии эти целевые ориентиры инфляции подверглись дополнениям и частичной корректировке. В конечном счете, целевой ориентир на 2006 год оказался установлен на уровне, соответствующем ориентиру на 2003 год [154, р. 18].

На период, начинающийся с 2007 года, установлен целевой ориентир инфляции в $3 \pm 1\%$. Этот уровень превышает уровень стабильности цен для еврозоны, но должен стать отправной точкой для последующего выхода на уровень, удовлетворяющий критерию инфляции для стран, претендующих на введение евро¹⁴.

¹³ Некоторые авторы, оценивая готовность Венгрии к введению режима таргетирования инфляции и помня, очевидно, традиции не столь далекого прошлого, отмечали важность того, чтобы слова о независимости Национального банка не расходились с действительностью [387, р. 26].

¹⁴ Сроки введения евро в Венгрии сначала были перенесены с 2008 года на 2010 год, затем – на 2012 год; в настоящее время срок введения евро отнесен на 2018-2020 годы.

Случившийся в 2003 году выход инфляции за пределы целевого ориентира был во многом порожден сохранившимся, пусть и в относительно либеральной форме, контролем за валютным курсом: повышение курса форинта привело к росту притока иностранного капитала, необходимости массивной скупки иностранной валюты и неизбежному росту денежной базы и денежной массы [322, р. 24]. Это создало у экономических агентов представление о предпочтительности для национального банка удержания валютного курса, нежели инфляции, подрывало доверие к проводимой политике таргетирования инфляции и увеличивало инфляционные ожидания¹⁵.

6.1.4. Режим без явно выраженного номинального якоря

Последнюю группу стран с переходной экономикой формируют страны, проводящие денежную политику без явно выраженного номинального якоря.

Эта группа стран крайне неоднородна. С одной стороны, в нее вошли страны, сознательно строящие свою денежную политику на использовании нескольких (как правило, двух) номинальных якорей, при этом не имеет значения, декларируется ли последнее официально в тех или иных нормативных актах или решениях центральных банков или нет. С другой стороны, можно выделить страны, которые, отказавшись от одного номинального якоря, находятся к своеобразном переходном периоде к определению другого номинального якоря, более эффективного для них в новой ситуации. Наконец, к третьей подгруппе следует отнести страны, которые лишь формируют свою денежную политику и, не выработав еще какую-либо стратегию, предпринимают лишь какие-то тактические шаги, реагируя на текущие проблемы своего экономического развития.

В первую подгруппу стран, прежде всего, должны быть включены Словакия и Хорватия.

С формальной точки зрения, возникнув поле разделения Чехословакии, Национальный банк Словакии начал проводить политику, сходную с политикой

¹⁵ Лишь в феврале 2008 года был объявлено о переходе к плавающему курсу форинта по отношению к евро.

Национального банка Чехии: курс словацкой кроны был зафиксирован по отношению к валютной корзине, состоявшей из состоящей из доллара США и немецкой марки. Однако, одновременно был установлен еще один номинальный якорь – таргетирование денежной массы - рост агрегата M2. Свое воздействие на этот денежный агрегат Национальный банк осуществлял не только через косвенное влияние на денежную базу, но и, до 1996 года, прямым регулированием объема кредитования крупнейших банков [294].

С точки зрения теории эти два номинальных якоря противоречили друг другу, поскольку невозможно контролировать предложение денег условиях фиксированного валютного курса. В конечном счете, Национальный банк Словакии должен был отдавать приоритет какому либо из двух номинальных якорей. Практика показала, что таким номинальным якорем стал валютный курс, что было связано с относительной простотой контроля за ним и большей прозрачностью такого подхода для общественности. В связи с этим фактические показатели роста денежной массы, как правило, существенно отличались от установленных целевых ориентиров. Однако причиной этого было не только давление со стороны валютной политики, но и недостатки, типичные для режима таргетирования денежной массы, особенно в условиях переходной экономики: нестабильность денежного мультипликатора и скорости денежного обращения, отсутствие достоверной информации о реакции реальных макроэкономических показателей на изменение параметров денежной политики и т.д.

Для разрешения этого противоречия денежные власти Словакии расширили пределы колебаний валютного курса, а в 1998 году Национальный банк Словакии объявил о переходе к плавающему валютному курсу¹⁶.

Отказ Словакии от таргетирования валютного курса не привел к формированию там денежной политики, основанной на единственном номинальном якорю – таргетировании денежной массы. Роль второго целевого ориентира стал выполнять темп инфляции. При этом в качестве целевых ориентиров использовались

¹⁶ Некоторые авторы считают, что политика валютного курса в Словакии должна быть определена как «управляемое плавание» [356, p. 17].

сразу три показателя инфляции: наряду с известными показателями – индекс потребительских цен, индекс чистой инфляции, - применяется индекс базовой инфляции¹⁷. Такой подход к определению целевого ориентира инфляции был связан с тем, что в Словакии регулируемые цены на многие товары и услуги значительно отклонялись от их экономически обоснованного уровня, и повышение этих цен вносило существенный вклад в повышение общего уровня потребительских цен¹⁸.

Новый этап развития денежной политики Словакии был связан с вступлением страны в ЕС и подготовкой к введению евро. В конце 2004 года была принята Денежная программа Национального банка Словакии до 2008 года, которая провозгласила переход к режиму таргетирования инфляции с учетом требований ERM II [336, p. 2].

В начале 2005 года этот переход был осуществлен. Специфика требований ERM II здесь с необходимостью соблюдения и иных критериев: уровня процентной ставки и, вплоть до введения евро, относительной устойчивости валютного курса. Поскольку изменение процентной ставки связано с изменением уровня инфляции, то выполнение критерия по инфляции в значительной степени способствует и достижению необходимого уровня процентной ставки. Обеспечение же устойчивости валютного курса означает достаточно широкий уровень колебания валютного курса ($\pm 15\%$ от согласованного курса национальной валюты к евро), т.е. практически свободное плавание валютного курса с минимальными (в случае крайней необходимости) интервенциями.

В соответствии с поставленной задачей – добиться выполнения требований Маастрихтского соглашения, были установлены целевые ориентиры инфляции (см. Приложение V Таблица V.2).

¹⁷Вообще существует некоторая неопределенность в трактовке содержания последних двух показателей. В некоторых случаях термины базовая инфляция (core inflation) и чистая инфляция (net inflation) используются как синонимы [189, p. 22], однако в практике Словакии они разделяются: индекс чистой инфляции отличается от о индекса базовой инфляции тем, что, в отличие от последнего, не учитывает изменение цен на продовольственные товары, даже в тех случаях, когда они формируются свободно [350, p. 27-29].

¹⁸ В 2003 году рост регулируемых цен составил 18,7%, что дало 4,5% повышения цен из общего роста потребительских цен в 9,3%, еще 2,5% дал рост косвенных налогов; в 2004 году повышение регулируемых цен на 15,1% привело к росту общего уровня цен на 3,7% при общем росте – 5,9% [350, p. 28].

Вместе с тем, как и в любой стране, вводящей режим таргетирования инфляции, денежные власти Словакии определили условия выхода из режима. Особенность Словакии здесь состоит в том, что наряду с общепринятыми условиями, такими как: значительные колебания цен на природные ресурсы и на продовольствие, в том числе вызванные изменениями в аграрной политике, изменения валютного курса, не связанные с изменениями в денежной политике, природные катаклизмы, – к ним отнесены и несоблюдение некоторых параметров государственной экономической политики: превышение установленных ограничений на величину дефицита государственного бюджета, а также значительного повышения регулируемых цен и косвенных налогов [336, р. 5].

Успешная реализация Денежной программы обеспечила в 2009 году переход Словакии к евро.

Другим известным примером реализации стратегии без явного номинального якоря является денежная политика Хорватии.

С момента введения в 1991 году национальной валюты – хорватского динара, замененного в 1994 году куной, денежные власти страны уделяли большое внимание поддержанию стабильного валютного курса. Это внимание было настолько велико, что некоторые авторы определяли режим денежной политики Хорватии как таргетирование валютного курса [178, р. 5]. Действительно, номинальный валютный курс куны сначала к немецкой марке, а потом к евро остается стабильным (отклонения от среднего уровня составляют $\pm 4-6\%$), и, по мнению денежных властей Хорватии, эта стабильность является главным якорем внутренних инфляционных ожиданий [206, р. 36, 41].

Однако вместе с поддержанием стабильного валютного курса Национальный банк Хорватии заметное внимание уделял и ограничению роста предложения денег. При этом контролировались не только наиболее ликвидные денежные агрегаты M0 и M1, но и наиболее широкий агрегат, включающий все ликвидные активы – M4. Одной из причин такого положения было проведение довольно экспансионистской финансовой политики, которая должна была дополняться жесткой денежной политикой, инструментами последней были резервные требования,

процентная ставка и прямые ограничения на объем банковского кредитования экономики.

В 2005 году в денежной политике Хорватии произошли существенные изменения, проявившиеся в переносе акцента с контроля над валютным курсом на контроль над денежной массой [207, р. 31].

Вторую группу стран, проводящих денежную политику без явно выраженного номинального якоря, составляют страны – республики бывшего СССР. Здесь особый интерес представляют три крупнейшие страны – Россия, Украина и Казахстан.

Начало самостоятельной денежной политики России следует отнести к 1993 году, когда после денежной реформы и завершения функционирования рублевой зоны Банк России получил полный контроль над денежным предложением.

Первоначальным стремлением денежных властей было ограничение денежного предложения посредством ограничения спроса на кредиты со стороны коммерческих банков путем резкого повышения ставки рефинансирования¹⁹, а также организацией кредитных аукционов и введением резервных требований. Однако проводимая экспансионистская финансовая политика и необходимость финансирования Центральным банком дефицита государственного бюджета не позволяли эффективно сдерживать рост денежной массы.

Ситуация стала меняться после принятия в 1995 году Закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»²⁰. В соответствии с этим законом было ограничено непосредственное финансирование Банком России дефицита государственного бюджета, а также установлено, что Центральный банк ежегодно готовит и представляет в Государственную Думу Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики, в которых анализируется состояние и дается прогноз развития экономики России и устанавливаются основные ориентиры, параметры и инструменты единой государственной денежно-кредитной политики.

¹⁹ В конце 1993 - начале 1994 гг. ставка рефинансирования достигала 210%.

²⁰ Новая редакция этого закона была принята в июле 2002 года.

Практически вместе с принятием нового закона Банк России стал использовать в качестве одного из элементов денежной политики таргетирование валютного курса в форме сначала ступенчатого, а затем наклонного валютного коридора²¹.

На трехлетний период 1998-2000 гг. предполагалось перейти к еще более жесткой схеме таргетирования валютного курса, установив на этот период центральный обменный курс на уровне 6,2 рубля за один доллар США (после деноминации), причем возможные отклонения от него не могли превышать 15%²².

Валютный кризис разрушил эти планы. В последующие годы декларировалась приверженность Банка России режиму плавающего валютного курса, что «не предполагает установления количественных ориентиров курсовой динамики» [90, с. 36], а те или иные показатели величины валютного курса рассматривались лишь как прогнозные. При этом, однако, Центральный банк стремился проводить политику, направленную на сглаживание курсовых колебаний. По сути дела, речь шла об «управляемом плавании»²³.

Вместе с тем в рамках ежегодных Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики в качестве промежуточной цели денежной политики устанавливалось таргетирование денежной массы (темпов роста агрегата M2). На необходимость использования этого целевого ориентира указывалось даже в ситуации, когда ослаблена краткосрочная связь между величиной денежных агрегатов и темпом инфляции [93, с. 4].

Наконец, требования закона о центральном банке к содержанию Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики привели к тому, что при проведении денежной политики стали провозглашаться отдельные элементы режима таргетирования инфляции (см. [91, с. 33]). Главной целью Банка России было объявлено снижение инфляции, поэтому ежегодно стал устанавли-

²¹ До этого времени курсовая политика Центрального банка РФ сводилась к поддержанию некоторой стабильной траектории снижения номинального курса рубля по отношению к доллару США без установления каких-либо целевых ориентиров.

²² На 1998 год этот центральный курс был установлен на уровне 6,1 рубль за один доллар США.

²³ Впервые это было официально признано в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2004 год с формулировкой, что «подобную политику Банк России проводил в последние годы» [92, с. 4].

ваться ориентир уровня инфляции, который центральный банк планирует достигнуть к концу года (см. Приложение V Таблица V.2).

Несмотря на валютный кризис 1998 года, Банк России продолжил установление ориентиров для ограничения темпов инфляции. Одновременно денежные власти заявили, что они не в состоянии контролировать все факторы, влияющие на инфляцию, поэтому устанавливаемый ими предельный уровень инфляции в первую очередь определяется факторами, которые способен контролировать Банк России. Действие иных факторов могло приводить к выходу за пределы установленной границы²⁴. Таким образом, была заложена основа для разделения общего уровня инфляции, измеряемого индексом потребительских цен и учитывающего все факторы, влияющие на инфляцию, и базовой инфляции, которая должна учитывать лишь влияние монетарных факторов инфляции, находящихся под контролем Банка России.

В соответствии с таким подходом Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2003 год отличались от предыдущих документов тем, что наряду с целевым ориентиром общего уровня инфляции – 10-12% впервые было дано определение базовой инфляции²⁵ и установлен ее ориентир – 8-8,5%, кроме того, была поставлена задача на среднесрочную перспективу – течение трех лет (2003-2005 гг.) снизить инфляцию до уровня ниже 8%.

В последующие годы эта практика – установление целевых нормативов на три года вперед (метод «скользящей трехлетки») – стала традиционной. При этом ежегодно происходит корректировка величины целевого ориентира на промежуточные годы. Однако наиболее важным является то, что, начиная с 2005 года, устанавливаются довольно близкие значения целевых ориентиров общей и базовой

²⁴ В середине июля 1999 года Правительство Российской Федерации и Банк России приняли Заявление об экономической политике на 1999 год, в котором было признано допустимым в условиях существовавшей неопределенности увеличение инфляции до 50% в год [90, с. 4].

²⁵ «Базовая инфляция представляет собой субиндекс, рассчитанный на основе набора потребительских товаров и услуг, используемого для расчета сводного индекса потребительских цен, за исключением товаров и услуг, цены на которые в основной массе регулируются на федеральном и региональном уровнях, а также подвержены воздействию неустойчивых, в том числе и сезонных, факторов. Таким образом, базовая инфляция представляет собой ту часть инфляции, которая связана с валютным курсом, денежной политикой и инфляционными ожиданиями» [93, с. 5].

вой инфляции. Разница между ними составляет 1-1,5 процентных пункта. Это, является индикатором того, что, по мнению центрального банка, практически вся инфляция объясняется монетарными факторами и может контролироваться им.

Следует, однако, иметь в виду, что, как и для большинства стран, проводящих денежную политику без явного номинального якоря, для России является типичным определенное расхождение между декларируемыми и реальными ориентирами денежной политики.

Можно признать, что устойчивой целью денежной политики является снижение средних темпов инфляции, вместе с тем это не означает таргетирование инфляции. Дело даже не в том, что само по себе установление целевого ориентира инфляции является лишь одним из элементов режима таргетирования инфляции. Неоднозначной является сама трактовка этого ориентира: с одной стороны, его достижение объявляется целью денежно-кредитной политики, а с другой – он рассматривается как прогноз. В первом случае, цель должна достигаться, а опасность ее невыполнения должна порождать какие-то изменения в проводимой денежно-кредитной политике. Во втором случае невыполнение прогноза должно приводить к совершенствованию методов прогнозирования, а не к принятию каких-то дополнительных мер, направленных на достижение равенства фактической и прогнозируемой инфляции.

Проведенный в ряде исследований анализ фактических целей денежных властей показал, что наряду с явным таргетированием валютного курса посредством валютного коридора до кризиса 1998 года Банк России использовал адаптационное таргетирование предложения денег, т.е. стремился к достижению целевых значений, но почти никогда не достигал их [33, с. 147].

С 1999 года, несмотря на официальные заявления о плавающем валютном курсе, Банк России делает акцент на таргетировании обменного курса рубля (см. [33, с. 148])²⁶, обращая внимание не столько на номинальный, сколько на реальный валютный курс [16, с. 9-10, 40]. Это объясняется стремлением не допустить повышения реального курса рубля и ухудшения условий внешней торговли.

²⁶ Неявно это признается и самим Банком России [93, с. 4].

В последующие годы акцент делается на управляемом плавании, и лишь в 2006 году вновь ставится задача создания условий «для минимизации вмешательства Банка России в процесс курсообразования на внутреннем валютном рынке» [94, с. 21].

При этом в качестве целевого ориентира формально сохраняется и динамика денежного предложения (агрегата M2).

Такое отсутствие определенности в текущей денежной политике порождает и существенный разброс мнений в отношении перспектив денежной политики России. Сам Центральный банк предполагает перейти в будущем «к полноценному инфляционному таргетированию в качестве модели проводимой денежно-кредитной политики» [93, с. 20], это положение подтверждается в более поздних документах банка, однако при этом подчеркивается, что это лишь перспективная задача, которая решается постепенно (см. [126]).

С такой позицией согласны многие исследователи [53]. Вместе с тем, некоторые авторы считают оптимальным продолжение политики с акцентом на таргетирование валютного курса [33, с. 149]; при этом высказывались и более радикальные предложения – жестко зафиксировать курс рубля по отношению к доллару США и на этой основе добиться снижения инфляции [210, р. 27]. Наконец, встречаются довольно оригинальные предложения: для перехода к режиму таргетирования инфляции необходимо ввести одну из разновидностей фиксированного валютного курса или установить контроль за движением капитала (с той же самой целью – контролировать динамику валютного курса) [64, с. 100].

Денежная политика Украины по своему содержанию во многом подобна денежной политике России. Её целью объявлена стабильность национальной денежной единицы [330, р. 2]. Это должно предполагать одновременно и стабильность цен²⁷ и устойчивость валютного курса, и, следовательно, опору на два номинальных якоря – денежное предложение и валютный курс.

²⁷ В статье 6 Закона Украины «О Национальном банке Украины» сделана красноречивая оговорка, что «он поддерживает стабильность цен в пределах своей компетенции» [405].

Национальный банк Украины одновременно устанавливает целевые ориентиры и роста предложения денег (денежной базы и агрегата М3), и изменения среднегодового курса гривны к доллару [155, р. 48]. При этом первоначально считалось, что Украина придерживается режима плавающего валютного курса, однако незначительные колебания номинального валютного курса и заметное стремление денежных властей добиться снижения эффективного реального валютного курса для поддержания конкурентоспособности украинских товаров ставили под сомнение свободное плавание гривны [416, р. 45]. Впоследствии было признано, что колебания валютного курса, допускаются лишь в пределах неявно установленного коридора [155, р. 56], и был официально объявлен переход к управляемому плаванию курса гривны с перспективой возврата в будущем к полноценному свободному плаванию [330, р. 6].

В последние годы при проведении денежной политики Национальный банк стал уделять внимание и собственно инфляции. В 2005 году был впервые установлен ориентир инфляции (см. Приложение V Таблица V.2) при сохранении в качестве целевых ориентиров и валютного курса и предложения денег. Это стало первым шагом к постепенному движению в сторону режима таргетирования инфляции в рамках среднесрочной стратегии денежной политики [329].

Денежная политика третьего крупного государства СНГ – Казахстана – также, во многом, схожа с денежной политикой России, однако может быть оценена как более продвинутая с точки зрения приближения ее к режимам денежной политики таких стран с переходной экономикой как Чехия, Польша, Венгрия.

В первые годы проведения самостоятельной денежной политики Национальный Банк Казахстана, как и большинство центральных банков других стран СНГ, стремился способствовать макроэкономической стабилизации посредством сдерживания предложения денег и управляемого снижения курса национальной валюты в условиях растущего спроса на иностранную валюту. В 1999 году был введен режим свободного плавающего обменного курса тенге к иностранным валютам. Тем не менее, как и в большинстве других стран с переходной экономикой, декларация о свободном плавании национальной валюты не вполне соответ-

ствовала реальности, поскольку Национальный банк Казахстана вынужден был внимательно отслеживать реальный курс тенге, не допуская его укрепления (см. [124]).

Одновременно в рамках денежной политики Казахстана осуществлялось таргетирование предложения денег, проводившееся в форме таргетирования денежной базы.

Серьезные изменения произошли в денежной политике Казахстана с 2000 года – впервые в качестве приоритетной цели было названо снижение темпов инфляции и началось установление целевых ориентиров инфляции (см. Приложение V Таблица V.2), при этом в качестве средства достижения этой цели (промежуточной цели) было определено достижение необходимых параметров денежной базы.

В 2001 году был принят, по сути, программный документ – Основные направления денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана на 2002-2004 годы. Его значение было связано с тем, что было объявлено, что «основным направлением денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана в ближайшие 3 года станет подготовка и переход к принципам инфляционного таргетирования, что предполагает постепенный отход от целевых показателей по денежной базе и золотовалютным резервам к целевым показателям по инфляции» [79].

Еще более важными оказались принципиальные изменения, внесенные в денежную политику в связи с вступлением в силу изменений и дополнений в Закон Республики Казахстан «О Национальном Банке Республики Казахстан». Основной вектор этих изменений – переход в проведении денежной политики к стандартам Евросоюза [78]. В связи с этим была переформулирована основная цель банка: было – «обеспечение внутренней и внешней устойчивости национальной валюты», стало – «обеспечение стабильности цен».

В рамках перехода к режиму таргетирования инфляции в качестве основного целевого ориентира первоначально был определен показатель базовой инфляции, который исчислялся в пяти вариантах [70, с. 5-6]. Однако впоследствии в ка-

честве основного целевого показателя инфляции стал использоваться более привычный и понятный населению показатель общей инфляции [81].

Тем не менее, несмотря на явное движение в сторону таргетирования инфляции²⁸, денежная политика Казахстана сохраняет черты множественности номинальных якорей. Прогнозы изменения денежных агрегатов остаются важными ориентирами для рынка, и хотя они не объявляются целевыми и жестко заданными [81], именно эти инструменты по-прежнему являются основным средством достижения прогнозных значений инфляции. Признание сложностей сдерживания инфляции, порождаемой высокими ценами на нефть, свидетельствует о стремлении центрального банка поддерживать реальный курс тенге, не допуская его чрезмерного укрепления.

Развернувшийся финансовый кризис несколько откорректировал денежную политику Национального банка Казахстана. Он стал уделять больше внимания обеспечению финансовой стабильности и заменил меры по абсорбированию избыточной ликвидности мерами по предоставлению ликвидности банкам. Вместе с тем, был подтвержден его основной приоритет – «продолжение работы по переходу к принципам инфляционного таргетирования» [82].

Последняя группа стран, проводящих политику без явного номинального якоря, включает страны, только формирующие, в силу различных причин, свою денежную политику – Азербайджан, Грузию, Узбекистан и Таджикистан.

Общая проблема для всех этих стран – недостаток эффективных инструментов для проведения любого режима денежной политики.

Отличительной особенностью денежной политики Азербайджана является, во-первых, некоторая непоследовательность в проведении принципа независимости Национального Банка Азербайджана: при декларируемой независимости от любых органов государственной власти банк в значительной степени зависит от воли президента страны, который назначает председателя банка и перед которым банк отчитывается [303].

²⁸ Некоторые авторы даже относят Казахстан вместе с Польшей и Чехией к группе стран, реализующих политику таргетирования инфляции [118, с. 29-30].

Вторая особенность была связана с тем, что Азербайджан стал одной из первых стран с переходной экономикой, которые столкнулись со значительной дефляцией (в 1998-1999 годах), поэтому целевые ориентиры инфляции, которые устанавливал Национальный Банк, для поддержания некоторого приемлемого уровня инфляции, должны были, помимо всего прочего, не допускать дефляции [340, р. 27]. В качестве основной цели деятельности денежных властей Азербайджана было провозглашено поддержание макроэкономической стабильности и создание условий для экономического роста. Основными инструментами для этого и промежуточными целями денежной политики стали обеспечение необходимого уровня предложения денег (таргетирование денежной массы) и поддержание стабильности маната (таргетирование валютного курса) [341, р. 22].

Таргетирование предложения денег построено на основе установления целевых ориентиров роста агрегата M2; таргетирование валютного курса основано на режиме управляемого плавания, при этом целевой ориентир валютного курса устанавливается двойко: и как номинальный курс маната по отношению к доллару и как номинальный эффективный валютный курс [410, р. 43].

Начиная с 2001 года, Национальный банк Азербайджана одновременно с целевыми ориентирами предложения денег и валютного курса стал объявлять и прогнозные ориентиры инфляции (см. приложение V, табл. V.2), причем сначала это были показатели общей инфляции [156; 341, р. 161], а затем – базовой инфляции [342].

Кризисные явления вынудили денежные власти Азербайджана уделять больше внимания финансовой стабильности, в связи с этим были внесены изменения в правила таргетирования валютного курса: вместо привязки к доллару США манат был привязан к бивалютной корзине, состоящей из доллара США и евро [392, р. 2].

Вместе с тем, как было заявлено, все меры по совершенствованию денежной политики должны стать основой для перехода к таргетированию инфляции [413, р. 5].

С не меньшими проблемами происходит становление денежной политики в Грузии. С одной стороны, денежные власти Грузии официально объявляют, что промежуточными целями денежной политики, т.е. номинальными якорями, одновременно являются и денежная база (предложение денег), и валютный курс [326]. С другой стороны, Грузия декларирует политику свободно плавающего валютного курса (до 1999 года – политику управляемого плавания), при последовательном проведении которой трудно использовать валютный курс в качестве номинального якоря. Разрешается это противоречие, как и во всех остальных подобных случаях, уточняющим заявлением, суть которого сводится к тому, что помимо сглаживания краткосрочных колебаний валютного курса, центральный банк будет стремиться поддерживать такой реальный валютный курс, который обеспечивает конкурентоспособность экономики, т.е. таргетировать его (см. [369]).

В последние годы в качестве цели денежной политики Грузии стали устанавливаться показатели инфляции (см. Приложение V Таблица V.2). Причем все чаще снижение инфляции называют главной целью денежной политики [252, р. 30].

Таким образом, хотя Национальный банк Грузии считает переход к таргетированию инфляции преждевременным, им предпринимаются определенные шаги в направлении перехода к этому режиму денежной политики.

Две оставшиеся страны – Узбекистан и Таджикистан – отнесены к группе стран без явного номинального якоря по той причине, что в их денежной политике до начала XXI века просто трудно выделить вообще какие-либо номинальные якоря [286, р. 31].

Однако в последние годы обе страны заметно продвинулись по пути совершенствования своей денежной политики, в качестве ее главных целей в них называются стабильность цен и устойчивость национальной валюты, контроль над инфляцией и т.п. [100; 141, с. 12]. Вместе с тем в обеих странах сохраняется ограниченная независимость центральных банков в проведении денежной политики.

В отношении валютного курса обе страны проводят политику управляемого плавания; однако потребность Таджикистана в управлении валютным курсом намного выше, что связано с острыми проблемами платежного баланса страны.

Вместе с тем следует отметить, что в последние годы в обеих странах все большее значение в качестве номинального якоря приобретает таргетирование денежной массы.

Национальный банк Таджикистана последовательно использовал в качестве целевых ориентиров денежной массы агрегат M_0 , денежную базу и агрегат M_2 . В последние годы в качестве целевых ориентиров выступают резервные деньги (денежная база) и широкий показатель денежной массы, но подчеркивается, что в валютной политике будет сохранён режим «регулируемого – плавающего без определения границ колебания курса» [102, с. 5-6].

Здесь интересным является тот факт, что, хотя валютой, курс к которой таджикского сомони подлежит «регуливанию» является доллар США, но предполагается рассмотреть вопрос об использовании при формировании международных резервов евро, российского рубля и китайского юаня [102, с. 6] и даже о привязке сомони к бивалютной корзине, включающей доллар и юань [101, с. 5].

Одновременно, начиная с 2003 года, в рамках задач денежной политики на каждый год стали устанавливаться и ориентиры снижения темпов инфляции (см. Приложение V Таблица V.2), при этом подчеркивается, что достижение ориентиров по инфляции имеет приоритетное значение [100].

В Узбекистане после принятия в 2000-2002 годах значительного количества нормативных актов, направленных на либерализацию экономики, Центральный банк также перешел к проведению денежной политики, основанной на использовании в качестве номинального якоря таргетирования денежной массы [140, с. 20], и, так же, как в Таджикистане, последовательно менял агрегаты денежной массы, которые использовал в качестве ориентиров: первоначально таким ориентиром были наличные деньги – агрегат M_0 , а с 2003 года – агрегат M_2 [58].

В валютной политике проводилась политика управляемого плавания национальной валюты – сума – по отношению к доллару, а в последние годы, управля-

емое плавание сменилось более жесткой привязкой с целью «удержания обменного курса национальной валюты в пределах целевых параметров и поэтапное снижение уровня ее девальвации» [122].

Наконец, добившись некоторых успехов в снижении темпов инфляции, Центральный банк Узбекистана в 2005 году начал устанавливать и целевые ориентиры инфляции (см. Приложение V Таблица V.2). Однако рост инфляции впоследствии вынудил денежные власти Узбекистана отказаться от этого и ограничиваться заявлениями о необходимости ее снижения.

Рассмотренная практика осуществления денежной политики в странах с переходной экономикой продемонстрировала практически весь спектр возможных вариантов режимов денежной политики – от таргетирования валютного курса до денежной политики при отсутствии явного номинального якоря. Вместе с тем можно выделить некоторые тенденции, к которым тяготеет денежная политика этой группы стран. Во-первых, это – таргетирование валютного курса. Войдя в практику денежной политики стран с переходной экономикой как средство быстрого снижения темпов инфляции, независимо от того применялся ли этот режим с самого начала радикальных реформ или спустя некоторое время, после того как другие способы сдерживания инфляции не дали эффекта, таргетирование валютного курса, несмотря на свои недостатки, сохраняется примерно в четверти этой группы стран. В подавляющем большинстве это малые страны с открытой экономикой, которые в силу своих небольших масштабов не представляют интереса для спекулятивных атак на свои валюты. Вместе с тем, подавляющее большинство стран, применяющих таргетирование валютного курса, входят в группу стран, которые либо уже вступили в Евросоюз, либо планируют вступить в ближайшем будущем. В обоих случаях перед ними встает задача последующего присоединения к европейской валютной системе, т.е. выполнения требований Мaaстрихтского договора. Фактические темпы инфляции, достигнутые в большинстве стран, использующих таргетирование валютного курса, хотя и являются относительно низкими по сравнению со странами с переходной экономикой, использующих другие режимы денежной политики, тем не менее, остаются выше

«барьерного» уровня – примерно в 2% в год. В связи с этим перед подобными странами встает задача целенаправленного снижения инфляции до совершенно определенного уровня, что по своему существу тождественно таргетированию уровня инфляции. Поскольку, как уже не раз отмечалось, таргетирование валютного курса и таргетирование инфляции являются противоречащими одна другой целями денежной политики, то таким странам придется ослаблять свои требования к стабильности валютного курса, тем более что требования ERM II допускают довольно широкие пределы колебаний курса национальной валюты по отношению к евро ($\pm 15\%$).

Вторым вектором развития денежной политики стран с переходной экономикой становится таргетирование инфляции. К настоящему времени семь стран с переходной экономикой (Армения²⁹, Венгрия, Польша, Румыния, Сербия, Словакия и Чехия) официально перешли к этому режиму денежной политики, а одна из них (Словакия) даже успела выйти из него в связи с введением евро, но, по меньшей мере, еще четыре страны (Албания, Казахстан, Молдавия и Россия) ставят перед собой задачу в некотором обозримом будущем перейти к данному режиму. Три страны (Азербайджан, Киргизия, Украина) предполагают это сделать в более отдаленном будущем, а Грузия и Беларусь не исключают такого варианта развития своей денежной политики.

Оценивая все многообразие стран, объявляющих достижение целевого ориентира инфляции одной из главных целей денежной политики, имеет смысл говорить о различных уровнях зрелости режима таргетирования инфляции. В одной из работ (см.[196]) предлагается разделить страны, в той или иной форме (полностью или в виде отдельных элементов) использующие режим таргетирования инфляции, и соответственно, сам режим таргетирования инфляции на три типа.

Во-первых, полноформатное [full-fledged] таргетирование инфляции, к которому относятся страны, официальное объявившие о введении таргетирования

²⁹ По не вполне понятным причинам некоторые авторы не включают Армению в число стран, реализующих режим таргетирования инфляции (см. [369, p. 6]).

инфляции и реализующие в рамках проводимой денежной политики все описанные ранее черты таргетирования инфляции¹.

Два других типа (уровня) таргетирования инфляции охватывают страны, которые не объявили о переходе к таргетированию инфляции как режиму денежной политики, многие из них, помимо целевых ориентиров инфляции имеют и другие целевые ориентиры денежной политики. Вторым типом таргетирования инфляции может быть назван эклектичным [eclectic] таргетированием инфляции. Его отличает то, что денежная политика, проводимая центральными банками соответствующих стран и направленная на поддержание стабильно низкого уровня инфляции, пользуется столь высоким доверием экономических субъектов, что им нет необходимости принимать на себя жесткие формальные обязательства по обеспечению открытости своей политики и даже анонсировать какой-либо конкретный целевой ориентир инфляции. Такой режим денежной политики возможен лишь в странах с высоким уровнем финансовой стабильности и длительными низкими темпами инфляции. Столь высокий уровень доверия к денежной политике дает возможность денежным властям уделять внимание и другим целевым ориентирам экономической политики, в частности поддержанию устойчивого экономического роста, однако базой для последнего выступает именно ценовая стабильность. К странам, реализующим режим «эклектичного таргетирования инфляции», относят США, Японию, Швейцарию, а также Европейский центральный банк (см. [196, p. 9-10])². Присутствие в этой группе Европейского центрального банка означает, что таргетирование инфляции является не только режимом полезным для выполнения условий, необходимых для присоединения к зоне

¹ По сути дела те страны, которые относятся к категории стран, применяющих режим таргетирования инфляции, - это страны полноформатного таргетирования инфляции, если сами страны не признают иного.

² Следует также отметить, что в ряде публикаций содержатся предложения к денежным властям США, Японии и Европейскому центральному банку перейти к полноформатному режиму таргетирования инфляции, что сделает еще более устойчивым в долгосрочной перспективе доверие экономических агентов к проводимой денежной политике низкой инфляции, поскольку она не будет, в столь значительной степени как сейчас, привязана к конкретным личностям руководителей центральных банков (см. [253; 279; 398]).

евро, но и будущим единым режимом денежной политики для всех стран, присоединившихся к ней.

Наконец, третий тип таргетирования инфляции получил название «слабое таргетирование инфляции» [inflation targeting lite]. К данному типу таргетирования инфляции относятся страны, которые, с одной стороны, декларируют снижение инфляции или поддержание стабильного уровня цен в качестве задач своей денежной политики, но, с другой стороны, не в состоянии поддерживать целевой ориентир инфляции в качестве ее главной цели [392, р. 3]. Другой важной отличительной чертой данного типа таргетирования инфляции является то, что страны, к нему относящиеся, не применяют в качестве номинального якоря «жесткие» формы таргетирования валютного курса, такие как долларизация, валютное правление или горизонтальный валютный коридор.

Практически все страны с переходной экономикой, входящие в группу стран, реализующих «слабое таргетирование инфляции», в рамках нашей классификации попали в группу стран, проводящих денежную политику без явного номинального якоря. Это, в совокупности с весьма широким разбросом конкретных форм денежной политики, присущих «слабому таргетированию инфляции» — от непосредственной подготовки к введению полноформатного таргетирования инфляции до простого объявления целевого ориентира инфляции наряду с другими целевыми ориентирами денежной политики, позволяет прийти к заключению, что «слабое таргетирование инфляции», несмотря на свою распространенность, не может быть определено как некоторый самостоятельный режим денежной политики, а скорее, является переходной формой к какому-либо режиму денежной политики с единственным номинальным якорем.

Невозможность немедленного перехода к режиму с каким-либо однозначно определенным номинальным якорем обычно объясняется недостаточным уровнем доверия к политике денежных властей. Вместе с тем, у стран со «слабым таргетированием инфляции» лишь два выбора — таргетирование валютного курса в форме валютного правления и полноформатное таргетирование инфляции [393, р. 20]. Как нам представляется, для стран с переходной экономикой более перспектив-

ным и более вероятным, учитывая сегодняшние тенденции развития их денежной политики, является движение в сторону полноформатного таргетирования инфляции. Насколько это может повлиять на результаты антиинфляционной политики, будет рассмотрено в следующем параграфе.

6.2. Результативность денежной политики

Подробный анализ опыта проведения денежной политики странами с переходной экономикой сам по себе не дает возможности оценить результативность денежной политики, т.е. выбрать тот режим денежной политики, который в наибольшей степени способствует в данных конкретных условиях реализации конечной цели денежной политики.

Говоря о некоторой идеальной денежной политике, ее, как правило, определяют примерно так: «В идеале политика должна включать целевую функцию центрального банка, которая основывается на основных целях домашних хозяйств в экономике, и иметь правило проведения политики, которое выводится из этой целевой функции и точного описания структуры экономики» [373, р. 3].

Если же ставится проблема оценки качества политики, т.е. ее результативности, то необходимы какие-то критерии, в соответствии с которыми можно сравнивать различные варианты проводимой денежной политики – режимы денежной политики или даже их конкретные модификации.

В экономической литературе проблема результативности денежной политики в большинстве случаев трактуется как проблема оптимальной политики («optimal monetary policy»), при этом сама оптимальность связывается с тем, насколько применяемые правила политики способны воздействовать на изменчивость как объема выпуска, так и уровня инфляции. Эффективным правилом политики будет минимизация изменений уровня инфляции при каждом отклонении объема выпуска от его потенциального уровня (см. [418, р. 511]).

Сама же оптимальная денежная политика рассматривается как набор некоторых правил, в соответствии с которыми должны изменяться инструменты денежной политики, прежде всего номинальная процентная ставка, для достижения

целей денежной политики. При этом сами правила будут меняться в зависимости от модели, которой политика описывается (см. [252]).

Существует и несколько иной подход к формулированию оптимальной денежной политики – она трактуется как политика, «обеспечивающая достижение максимально возможного уровня общественного благосостояния» [424, р. 15], «максимизирующая благосостояние репрезентативного агента при наличии «помех» в экономике» [287, р. 825]. В этом случае оптимальная денежная политика может рассматриваться как политика, обеспечивающая достижение и поддержание оптимального уровня инфляции, если последний трактуется как уровень, максимизирующий благосостояние или минимизирующий потери экономического агента.

Близко по смыслу понимание оптимальной денежной политики как «политики, минимизирующей межвременную функцию потерь при наличии обязательств» [147, р. 1]. Формальное отличие здесь состоит в том, что целевой функцией оказывается не функция максимизации благосостояния, а функция минимизации потерь.

В работах последних лет в определениях оптимальной денежной политики как политики, максимизирующей благосостояние, появились новые черты: помимо определения правил, обеспечивающих непосредственное влияния на благосостояние, оптимальная денежная политика рассматривается в более широком контексте – как политика, обеспечивающая решение «проблемы оптимального планирования», т.е. оптимального распределения ресурсов в экономике, что, в свою очередь, и обеспечивает максимизацию общего благосостояния (см. [221]).

В целом, резюмируя различные подходы к определению оптимальной денежной политики, можно, соглашаясь с А.Уолманом, отметить, что конкретное определение во многом зависит, во-первых, от экономической модели, в рамках которой описывается поведение экономики в целом, во-вторых, даже если существует согласие в отношении экономической модели, от выбора критерия благосостояния и характера политических институтов [423, р. 34-35]. Нетрудно предположить, что от выбора того или иного конкретного критерия благосостояния

будет зависеть и оценка (в том числе и количественная) того или иного варианта проводимой денежной политики и, следовательно, выбор среди них оптимального варианта. Что касается характера политических институтов, то он, в значительной степени, влияет на то, какие конкретно варианты проведения денежной политики, в принципе, возможны в рамках данной конкретной экономики.

В последние годы в экономической литературе все чаще стали появляться работы, в которых используется понятие эффективность денежной политики («effectiveness of monetary policy») (см. [365]). При этом оценка денежной политики как политики эффективной также определяется по-разному.

Изначально оценка эффективности денежной политики была связана с тем, насколько денежная политика способна быть инструментом, оказывающим влияние на макроэкономическое равновесие (величину дохода и объема выпуска) и стимулирующим экономическую активность. В рамках, например, кейнсианской традиции, где основным средством влияния на макроэкономическое равновесие является изменение совокупного спроса, фискальная политика (прежде всего, изменение государственных расходов) является более эффективной, нежели денежная политика, поскольку её использование является более надежным (несущим в себе меньше неопределенности) средством желаемого изменения совокупного спроса (см. подробнее [135, с. 60-78]).

Впоследствии, когда в качестве важнейшей цели государственной экономической политики стало рассматриваться поддержание стабильных темпов экономического роста и устойчиво низкого уровня инфляции, денежная политика стала рассматриваться уже как эффективный инструмент государственной макроэкономической политики, по крайней мере, в части поддержания устойчивого уровня инфляции.

Возникновение «новой классической макроэкономики», основанной на концепции рациональных ожиданий и, как следствие, на предположении о неэффективности любых заранее объявленных мер экономической политики, сняло вопрос об эффективности любых инструментов экономической политики.

Дальнейшее развитие экономической науки, приведшее к возникновению «новой кейнсианской экономической теории» вернуло внимание к денежной политике как эффективному инструменту, способному оказывать влияние на экономическую активность. Особенностью нового этапа стало то парадоксальное обстоятельство, что из денежной политики «исчезли» деньги (см. [290]). Доказательством последнего стал тот факт, что центральные банки в своей деятельности все меньшее внимание стали уделять деньгам (предложению денег), а в качестве целевого ориентира при проведении денежной политики все чаще используют инфляцию.

С другой стороны, «эффективность денежной политики рассматривается с точки зрения, насколько она по своим результатам близка к целям оптимальной политики» [297, р. 10].

В этом случае в качестве критерия оптимальности выступает оптимизация (минимизация) квадратичной функции потерь при проведении денежной политики. В подобного рода функциях минимизируется сумма квадратов отклонений инфляции от ее целевого ориентира и объема выпуска от его потенциального уровня. Нетрудно догадаться, что минимум функции потерь равен нулю и достигается лишь тогда, когда отклонения инфляции и объема выпуска равны нулю. При этом количественная оценка эффективности проводимой денежной политики (ее близости к оптимальной) может быть основана на двух подходах.

Во-первых, исходя из положения, что основным инструментом денежной политики является процентная ставка, может быть проведено сравнение оптимальной процентной ставки, при которой обеспечивается нулевое значение функции потерь, и фактической величины процентной ставки (см. [297]). По результатам этого сравнения можно судить об эффективности денежной политики и выявлять изменения уровня эффективности в течение какого-то промежутка времени.

Во-вторых, в развитие первого подхода, предлагается и выводится особый показатель эффективности денежной политики (см. [298]), изменение которого может быть интерпретировано как изменение (снижение или повышение) величины отклонений инфляции от целевого ориентира, а величины объема выпуска

от его потенциальной величины. На основании изменения данного показателя можно будет судить об эффективности или неэффективности проводимой денежной политики.

Однако, при всех его плюсах, реализация такого подхода связана с проблемами определения как величины целевого ориентира инфляции, так и потенциального объема выпуска. Если для определения второго уже сложился некоторый консенсус, то в определении первого такого единства нет, поскольку, далеко не все страны объявляют целевой ориентир инфляции, а предложение использовать в качестве универсального показателя целевого ориентира какого-либо вычисленного тренда инфляции (например, линейного тренда (см. [298, р. 7])) вызывает массу вопросов, особенно при применении данного подхода к развивающимся странам и странам с переходной экономикой.

В ряде работ последнего времени проблема эффективности ставится более «технологично» в контексте «соотношения затрат и результатов»: каково будет влияние на темпы инфляции (изменение потребительских цен) изменения номинальной процентной ставки на один процентный пункт [380, р. 3]. При этом, чем выше изменение темпов инфляции, тем более эффективной может считаться денежная политика.

Положительной стороной такого подхода является его «независимость» от всего многообразия проблем, связанных с определением того, что есть «оптимальная денежная политика». Одновременно он позволяет дать оценку эффективности денежной политики как с качественной, так и с количественной стороны, т.е., во-первых, подтверждается наличие (или отсутствие) некоторого инструмента денежной политики, способного влиять на темпы инфляции, во-вторых, существует возможность сравнения эффективности денежной политики в различные периоды времени и в разных странах и, что даже более важно, оценить влияние на эффективность денежной политики каких-то иных факторов или инструментов государственной экономической политики.

Вместе с тем, межстрановое или даже межвременное сравнение эффективности денежной политики в рамках такого подхода представляется не очень

надежным: при прочих равных условиях при высоких темпах инфляции показатель «номинальной» эффективности денежной политики, скорее всего, будет выше, чем при более низких темпах инфляции. Снизить инфляцию с 20% до 15%, как правило, легче, чем с 5% до 2%.

Все отмеченные выше подходы к оценке проводимой денежной политики, каждый из которых имеет свои достоинства и недостатки, с точки зрения их практического приложения могут ответить на вопрос: насколько применяемая в данной стране денежная политика близка к оптимальной (с использованием самых различных критериев оптимальности), или насколько улучшилась в стране макроэкономическая ситуация как результат применяемой денежной политики.

Однако эти подходы не позволяют решить исключительно важную в свете данной работы задачу: какой из рассмотренных выше режимов денежной политики в наибольшей степени соответствует условиям стран с переходной экономики с точки зрения достижения основной цели денежной политики – поддержания стабильного уровня цен¹. Иначе говоря, какой из режимов денежной политики является наиболее результативным с точки зрения достижения этой цели. При формулировке ответа на этот вопрос мы используем понятие «результативность» денежной политики. Нам представляется он более удачным, нежели, например, понятие «эффективность» денежной политики, которое предполагает установление некоего соотношения между затратами и результатами, что не представляется возможным по отношению к любой сфере осуществления экономической политики, в том числе и денежной политике.

Следует отметить, что в экономической литературе практически отсутствуют исследования, посвященные выбору того или иного режима денежной политики с целью достижения ее наилучших результатов. Единственным исключением является ряд исследований, посвященных сравнению использования таргетирования инфляции как режима антиинфляционной денежной политики со всеми дру-

¹ Разумеется, абсолютно справедлив вывод Дж.А. Фрэнкеля, что «не существует какого-то одного режима денежной политики справедливого для всех стран и во все времена» [237], но представляется вполне обоснованным ставить вопрос о существовании наилучшего режима антиинфляционной политики для некоторой конкретной группы стран в конкретный период времени.

гими типами экономической политики (см. [159]). В них ставится вопрос, является ли таргетирование инфляции наилучшим режим денежной политики по сравнению со всеми иными режимами денежной политики.

При решении задачи выбора наилучшего режима денежной политики существует целый ряд теоретических и методических проблем.

В идеальном варианте было бы необходимо оценить последствия «эксперимента»: что было бы с инфляцией в той или иной стране, если бы в ней сначала был выбран один режим денежной политики, затем, после возврата в исходную точку другой, третий и т.д. Разумеется, такого рода эксперименты возможны лишь в естественных науках, где можно взять несколько одинаковых объектов, подвергнуть их различным видам воздействий и сравнить последствия. В экономической науке существует целое направление, посвященное разработке методов проведения оценки влияния (достижения поставленных целей) различных экономических программ (impact evaluation), главным образом в сфере социальной политики². Однако такие оценки в наибольшей степени надежны на микроуровне (уровне домашних хозяйств), поскольку при значительном количестве потенциальных участников программы легче обеспечить ее «рандомизацию», т.е. случайный отбор как самих участников программы, так и контрольной группы. Сравнение в процессе реализации той или иной программы или после ее окончания «экспериментальной» группы с контрольной группой и позволяет определить результативность соответствующей программы.

При общем количестве стран с переходной экономикой, экономика которых является объектом исследования в данной работе, менее тридцати невозможно использовать методы рандомизации, однако методы оценки результативности программ в сфере социальной политики могут быть использованы при оценке результативности денежной политики с точки зрения выбора наилучшего режима денежной политики для стран с переходной экономикой. Эти методы связаны с учетом того факта, что сам выбор того или иного режима денежной политики мо-

² Подробное изложение теоретических и методических аспектов оценки такого рода программ представлено в [366].

жет не быть абсолютно независимым и зависящим только от решения денежных властей, а определяться специфическими особенностями самой экономики той или иной страны.

Особой проблемой является и выбор конкретных показателей, на основании которых может быть оценена результативность денежной политики. Напрашивающийся показатель уровня инфляции (чем ниже инфляция, тем лучше), не вполне пригоден, поскольку, как мы отмечали в п. 5.2., оптимальный уровень инфляции – это некоторый минимальный, но положительный уровень инфляции (для стран с переходной экономикой – 2-6,5% годовой инфляции). При этом нельзя забывать, что сам факт низкого уровня инфляции далеко не всегда может являться исключительной заслугой того или иного режима денежной политики, но связан с теми или иными характеристиками национальной экономики, с которыми она вступала в период радикальных экономических преобразований.

Вторым вариантом оценки результативности того или иного типа денежной политики могло бы стать снижение темпов инфляции, однако и здесь существуют проблемы, связанные с тем, что одинаковое (на равное число процентных пунктов и даже в равное число раз) снижение инфляции вряд ли может рассматриваться как одинаковый результат при высоких и низких темпах инфляции: снижение инфляции с 25% до 23% (на два процентных пункта) – это не то же самое, что снижение инфляции с 5% до 3%, представляется и что снижение инфляции с 25% до 15% (на 40%) не тождественно снижению инфляции с 5% до 3%.

Третий подход к оценке результативности денежной политики связан с уровнем отклонения фактического уровня инфляции от его целевого ориентира. Здесь также имеют место свои трудности, связанные с тем, что, во-первых, существует разная степень напряженности целевых ориентиров, во-вторых, что более важно, денежные власти разных стран имеют разную степень ответственности за выполнение целевого ориентира инфляции: при режиме таргетирования инфляции она, несомненно, выше, нежели в ситуации, когда ориентир инфляции устанавливается наряду с другими целевыми показателями; наконец, не все страны устанавливают целевой ориентир инфляции и, следовательно, оценка результа-

тивности денежной политики таким способом будет неполной.

Наконец, четвертый подход, к оценке результативности денежной политики основан на отклонении фактического уровня инфляции от некоторого «идеального» уровня инфляции, за который может быть взят, например, «предельный» уровень инфляции в Евросоюзе – 2%. Этот способ также не безупречен, поскольку, как и в первом случае, фактический уровень инфляции, на ту или иную величину отличающийся от двухпроцентного, может быть связан не только с качеством проводимой денежной политики, но и с особенностями национальной экономики, находящимися за пределами компетенции денежных властей. Здесь же существует проблема трактовки положительных и отрицательных отклонений от «идеального» уровня инфляции, иначе говоря, равнозначны ли, например, показатели уровня инфляции 1,5% и 2,5%.

Учитывая проблемы, связанные с реализацией каждого из отмеченных выше подходов к определению результативности денежной политики, мы используем последовательно все эти подходы, что позволит выделить наиболее результативный в рамках того или иного подхода режим денежной политики, а затем сделать какие-либо обобщения.

Здесь формальная модель может быть представлена как:

$$MP_t^{RES} = f(MP_{t-i}^{RES}, MP^{REG}, Econ^{scale}, \pi_{1994}), \quad (6.1)$$

где MP^{RES} – результативность денежной политики (какой-либо показатель), MP^{REG} – вектор показателей, определяющих режим денежной политики (как минимум один из режимов не включается в модель, оставаясь «базой» для сравнения), $Econ^{scale}$ – масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП), π_{1994} – первоначальный уровень инфляции.

На первом этапе мы рассматриваем в качестве показателя результативности темп инфляции. Результаты расчетов представлены в Таблицах VI.1 и VI.2 Приложения VI.

Они явно демонстрируют более высокую результативность таргетирования инфляции по сравнению со всеми остальными режимами денежной политики. Этот вывод обосновывается на основе двух подходов: в первом случае мы вклю-

чаем в модель показатель лишь одного режима денежной политики и оцениваем его результативность в сравнении со всеми остальными режимами денежной политики как некоторой общей совокупностью (Таблица VI.1); во втором случае мы включаем в модель показатели трех режимов денежной политики и сравниваем их результативность с четвертым (оставшимся) режимом денежной политики (Таблица VI.2).

Оценив модель, в которой контролируются такие факторы как уровень инфляции в предшествующий год, масштаб национальной экономики и первоначальный уровень инфляции (инфляция в 1994 году), можно сделать вывод: если в стране действует режим таргетирования инфляции, среднегодовой индекс потребительских цен в ней ниже, нежели по сравнению со странами, где действуют иные режимы денежной политики³.

В спецификации модели, в которой реализован первый из двух отмеченных выше подходов, введение режима таргетирования инфляции приводит к снижению среднегодового индекса потребительских цен на 5,2-6,9% при сравнении со всеми остальными режимами денежной политики.

Оценки результативности для других режимов денежной политики существенно хуже: таргетирование денежной массы и проведение денежной политики без явно выраженного номинального якоря не дают никакого выигрыша по сравнению со всеми другими режимами денежной политики, а сравнение со всеми иными режимами денежной политики таргетирования валютного курса показывает, что при данном режиме денежной политики уровень инфляции оказывается выше, нежели при других режимах.

Анализ показывает, что установление целевого ориентира наиболее результативно тогда, когда оно сопровождается введением режима таргетирования инфляции. В противном случае этот шаг приносит значительно меньший результат: при таргетировании денежной массы установление целевого ориентира инфляции никак не влияет на уровень инфляции по сравнению со всеми другими режимами

³ Следует особо отметить – результаты расчетов показали, что начальный уровень инфляции (среднегодовой индекс потребительских цен в 1994 году) не влияет на оценки результативности денежной политики.

денежной политики; установление целевого ориентира инфляции в режиме без явно выраженного номинального якоря снижает среднегодовой индекс потребительских цен по сравнению со всеми остальными режимами денежной политики на 3,6%. Такой результат вполне объясним: при таргетировании денежной массы целевой ориентир инфляции, даже будучи установленным, играет подчиненную роль по сравнению с размером денежной массы – основным номинальным якорем. В случае режима без явно выраженного номинального якоря целевой ориентир инфляции, если он устанавливается, играет, как правило, равноправную роль с иными номинальными якорями.

Реализация второго подхода, основанного на выделении в качестве контрольного одного из режимов денежной политики, подтверждает оценки, приведенные выше, позволяя сделать их более точными.

При выделении в качестве контрольного режима – режима таргетирования валютного курса все остальные режимы демонстрируют более высокую результативность: среднегодовой индекс потребительских цен (по сравнению с режимом таргетирования валютного курса) при режиме таргетирования инфляции ниже на 9,8%, при режиме таргетирования денежной массы – ниже на 4,6%, при режиме без явно выраженного номинального якоря – ниже на 4,7%. Таким образом, при сопоставлении четырех типов режима денежной политики результативность режима таргетирования денежной массы и режима без явно выраженного номинального якоря оказывается примерно одинаковой.

Если в качестве контрольного режима выбирается режим таргетирования денежной массы, то при режиме таргетирования инфляции среднегодовой индекс потребительских цен будет ниже на 5,2%, при режиме таргетирования валютного курса – выше на 4,6%, и окажется примерно таким же при режиме без явно выраженного номинального якоря.

При выборе в качестве контрольного режима без явно выраженного номинального якоря ситуация окажется практически аналогичной: при режиме таргетирования инфляции среднегодовой индекс потребительских цен будет ниже на

5,1% , при режиме таргетирования валютного курса – выше на 4,7%, а при режиме таргетирования денежной массы окажется примерно таким же.

Наконец, если контрольным становится режим таргетирования инфляции, то все другие режимы денежной политики будут демонстрировать более высокие значения индекса инфляции: режим таргетирования валютного курса – на 9,8%, режим таргетирования денежной массы и режим без явно выраженного номинального якоря – на 5,2% и 5,1% соответственно.

Если же мы сравниваем все возможные варианты режимов денежной политики с установленным целевым ориентиром инфляции с проведением денежной политики в различных режимах без установления целевого ориентира инфляции, то и здесь наилучший результат дает таргетирование инфляции – снижает индекс инфляции на 8,6%. Включение целевого ориентира инфляции в качестве одного из контрольных показателей при режиме без явно выраженного номинального якоря снижает индекс инфляции на 4,6%, а использование целевого ориентира инфляции в рамках режима таргетирования денежной массы – на 2,7%.

Вместе с тем в рамках того или иного режима денежной политики существуют особенности, связанные как с конкретной формой реализации данного режима, так и со спецификой стран, реализующих данный режим. Как мы уже отмечали при рассмотрении денежной политики в странах с переходной экономикой, страны Балтии в течение всего рассматриваемого нами периода времени последовательно реализовывали одну из наиболее жестких форм режима таргетирования валютного курса – валютное правление, добившись существенных успехов в снижении инфляции. В связи с этим, мы включили в последнюю спецификацию рассматриваемой модели в качестве особого режима денежной политики денежную политику стран Балтии. При этом в качестве контрольного режима использован режим валютного курса во всех странах, его реализующих, за исключением стран Балтии. И в таком случае наиболее результативным оказался режим таргетирования инфляции – он дает снижение среднегодового индекса потребительских цен почти на 16%, на второй позиции оказывается режим валютного правления стран Балтии – ниже на 13,7%. Режим таргетирования денежной массы и режим без яв-

но выраженного номинального якоря снижают индекс инфляции по сравнению с режимом таргетирования валютного курса (без учета стран Балтии) на 9,9% и 9,7% соответственно.

Исключительно важной проблемой, как мы уже отмечали выше, является ответ на вопрос: насколько полученные выводы о результативности того или иного режима денежной политики справедливы для различных уровней инфляции? Иначе говоря, сохраняется ли результативность денежной политики и ее соотношение для различных режимов при более узких диапазонах изменения темпов инфляции? Сложность оценки такого рода в нашем случае связана с тем, что инфляция в странах различная, и тот или иной интервал инфляции в течение рассматриваемого периода времени мог иметь место далеко не во всех странах. В рассматриваемый временной интервал (1994-2006 годы) минимальный темп среднегодовой инфляции, например, в России составлял 9,7%, в Узбекистане – 8,8%, в Таджикистане – 7%, что сопоставимо с максимальными темпами инфляции в таких странах, как Чехия – 10,6% или Словакия – 13,4%. Поскольку, как правило, максимальные темпы инфляции соответствуют более раннему периоду, а минимальные – более позднему, то «общих» временных интервалов, в которых уровень инфляции в этих странах находится в близких значениях, оказывается крайне мало для того, чтобы провести оценку результативности денежной политики для всей совокупности стран с переходной экономикой. В связи с этим, мы вынуждены ограничивать нашу общую выборку, исключая отдельные страны или группы стран и формируя отдельные подвыборки. При этом сопоставление результативности того или иного режима денежной политики при разных темпах инфляции на основе двух подвыборок, которые включают абсолютно разные или существенно различающиеся группы стран, представляется не вполне корректным. Одновременно необходимо контролировать, чтобы в подвыборку попали страны со всеми рассматриваемыми режимами денежной политики, в противном случае оценка результативности теряет смысл.

При проведении расчетов нами были сформированы три подвыборки. Первая включает страны Центральной и Восточной Европы и Балтии (всего 8 стран),

в нее попали страны с наименьшим уровнем инфляции – средний темп среднегодового прироста потребительских цен в них составлял 9,8%. Во вторую подвыборку помимо стран, вошедших в первую подвыборку, были включены страны Юго-Восточной Европы (всего в подвыборке оказалось 14 стран). Здесь инфляция, в среднем, была более высокой и составляла 20,6%. Третья подвыборка состоит из стран СНГ и включает 12 стран⁴, в ней вследствие сохранения очень высоких темпов инфляции до второй половины 90-х годов, средняя инфляция оказывается очень высокой – 258,6%. Результаты расчетов представлены в Таблицах VI.3–VI.5 Приложения VI.

Для стран Центральной и Восточной Европы и Балтии (Таблица VI.3) более высокий уровень результативности денежной политики как политики антиинфляционной, основанной на использовании режима таргетирования инфляции, сохраняется при любых темпах инфляции: неограниченного уровня, инфляции ниже 8%, ниже 4% и в том числе при ограничении минимального уровня инфляции темпом 2% для исключения дефляционных рисков. Однако в отдельных спецификациях модели уровень результативность режима таргетирования инфляции сближается с уровнем результативности денежной политики без явного номинального якоря. Последнее оказывается вполне объяснимым, если учесть, что страны, входящие в данную группу, стремятся войти в еврозону, и снижение темпов инфляции, означающее приближение к выполнению одного из маастрихтских критериев, в определенный момент приводит к необходимости обратить внимание на устойчивость валютного курса, т.е. на выполнение другого маастрихтского критерия и на другой номинальный якорь.

Для стран, входящих во вторую подвыборку (Приложение VI Таблица VI.4), где диапазон изменения темпов инфляции оказывается существенно выше, чем в первой подвыборке, и где имеет место большее разнообразие использования различных режимов денежной политики при различных темпах инфляции, преимущество режима таргетирования инфляции как антиинфляционной политики про-

⁴ Грузия перестала быть членом СНГ уже после окончания рассматриваемого периода времени (1994-2006 гг.).

является более явно, причем это оказывается справедливым для всех уровней инфляции.

Оценка результативности режимов денежной политики для третьей подвыборки, в которую включены страны СНГ (Приложение VI Таблица VI.5), наиболее сложна, поскольку как общий уровень инфляции, так и ее разброс между странами намного выше, чем в странах, входящих в первую и вторую подвыборки. В связи с этим в качестве порогового значения, отделяющего «умеренные» темпы инфляции от более высоких оказалось возможным взять темп инфляции 18%, а не 8%, как в первых двух подвыборках. Кроме того, существуют сложности для оценки результативности отдельных режимов денежной политики, в связи со спецификой имеющихся данных: оценивать результативность режима таргетирования инфляции сложно в связи с относительно небольшим количеством наблюдений (фактически данный режим используется только Арменией), при оценке результативности денежной политики без явного номинального якоря необходимо учитывать, что в ряде случаев в странах СНГ такой режим означает не попытку использования нескольких номинальных якорей для решения проблем конкретной экономики, а отсутствие сколько-нибудь внятной денежной политики как таковой.

Тем не менее, и для стран СНГ при темпах инфляции ниже порогового уровня 18% оказывается справедлив общий вывод о более высокой результативности при проведении антиинфляционной политики именно режима таргетирования инфляции. Интересно также, что для стран СНГ вторым по уровню результативности оказывается режим таргетирования денежной массы, в то время как для прочих стран с переходной экономикой – стран Центральной, Восточной, Юго-Восточной Европы и Балтии – вторым с точки зрения результативности чаще оказывался режим таргетирования валютного курса. Разумеется, это сопоставление не вполне строгое, поскольку, во-первых, темпы инфляции в этих двух группах стран существенно различаются, и, во-вторых, по размерам экономик стран СНГ, в целом, крупнее, чем другие страны с переходной экономикой.

Оценка результативности денежной политики на основе использования темпов инфляции в качестве показателя результативности базируется на сравнении фактического уровня инфляции, исчисляемого как среднегодовой индекс потребительских цен, с его нулевым уровнем. Полученные выводы о сравнительной результативности различных режимов денежной политики сохраняют свое значение, если мы заменим в качестве базы для сравнения нулевой уровень инфляции на некоторый ее «оптимальный» уровень вне зависимости от того будет ли этот уровень 2% (годовой индекс 1,02) или 5% (годовой индекс 1,05). Единственное ограничение в этом случае – оптимальный уровень должен оставаться неизменным в течение всего анализируемого периода.

Вместе с тем, как мы отмечали выше, «общепризнанный» оптимальный уровень инфляции – уровень инфляции чуть ниже 2% в год. В нашей выборке в 43 случаях наблюдался темп инфляции менее 2% в год, в том числе в 11 случаях наблюдалась дефляция.

Для ослабления влияния на оценки результативности режимов денежной политики «отклонений вниз» от оптимального уровня инфляции, мы оцениваем отклонение фактических темпов инфляции от ее «оптимальных» уровней (отдельно от двухпроцентного и пятипроцентного) принимая все отрицательные отклонения равными нулю. Результаты этих расчетов представлены в Таблицах VI.6 и VI.7 Приложения VI.

Полученные результаты полностью подтверждают выводы, сделанные ранее: наиболее результативным режимом денежной политики является таргетирование инфляции. Более того, количественные значения оценок влияния того или иного режима денежной политики на инфляцию, полученные с учетом ограничения влияния «отрицательных отклонений» фактического уровня инфляции от ее оптимальных уровней, практически не отличаются от оценок полученных в первом варианте, без введения каких-либо ограничений.

Оценку результативности денежной политики на основе сравнения фактических темпов инфляции с каким-то ее желательным уровнем мы дополнили сопоставлением фактических темпов инфляции в странах с переходной экономикой

и темпов инфляции в еврозоне. Важность такого сопоставления связана с тем, что восемь из рассматриваемых нами стран являлись членами Евросоюза в рассматриваемый период времени, еще три страны (Болгария, Румыния и Хорватия) были приняты в ЕС позднее, три страны являются официальными кандидатами в члены ЕС (Македония, Сербия и Черногория) и еще целый ряд стран (от Албании до Молдавии) видит себя в составе ЕС в каком-то обозримом будущем.

Вступление в ЕС само по себе предполагает определенный уровень зрелости экономики, в том числе финансовой и банковской системы, а дальнейшая интеграция, как правило, предполагает присоединение страны к зоне евро, где требования к уровню инфляции, привязанные к уровню инфляции в зоне евро, являются одним из важнейших критериев при решении вопроса о присоединении той или иной страны к еврозоне. Однако непосредственная подготовка к введению евро требует поддержания стабильности валютного курса путем участия в течение, как минимум, двух лет в системе ERM II, что, в свою очередь, может оказать влияние на действующий в стране режим денежной политики: одним из номинальных якорей неизбежно становится валютный курс, и такие режимы денежной политики как таргетирование инфляции или таргетирование денежной массы могут превратиться в режим денежной политики без явно выраженного номинального якоря.

Различие между данным подходом и предыдущим, основанном на сравнении фактического уровня инфляции и ее значений, которые могут рассматриваться как оптимальные, заключается в том, что эти оптимальные значения устанавливаются неизменными в течение всего рассматриваемого периода, а фактическая годовая инфляция в зоне евро изменяется.

При проведении расчетов мы используем два варианта определения зависимой переменной: в первом случае это просто разность между уровнями инфляции в стране с переходной экономикой и еврозоне, а во втором, исключены (приравнены к нулю) отрицательные разности. Результаты расчетов представлены в Таблицах VI.8 и VI.9 Приложения VI.

Выводы, которые можно сделать из анализа полученных результатов, несколько отличаются от полученных ранее при оценке результативности денежной политики на основе других показателей.

Во-первых, хотя таргетирование инфляции и в этом случае остается наиболее результативным режимом денежной политики, тем не менее, его «отрыв» от других режимов денежной политики оказался, в большинстве спецификаций модели, несколько ниже, чем в аналогичных спецификациях модели при оценке результативности с использованием иных показателей. Во-вторых, наименее результативным режимом денежной политики (с точки зрения его влияния на инфляцию) оказался режим таргетирования денежной массы.

Однако, если сопоставить содержание того или иного режима денежной политики и последний показатель, на основании которого производилась оценка результативности денежной политики, то некоторые отклонения от предыдущих результатов окажутся вполне объяснимыми и даже неизбежными.

При установлении в качестве «желаемого» уровня инфляции того уровня, который существует в еврозоне, заметно возрастает значимость такого режима денежной политики как таргетирование валютного курса. Это объясняется тем, что привязка валютного курса в европейских странах с переходной экономикой в большинстве случаев осуществляется либо только к евро, либо к валютной корзине, в которой велика доля евро. Кроме того, пять стран (страны Балтии, Словения и Словакия) после вступления в ЕС присоединились к системе ERM II, что означало еще более тесную привязку курса национальной валюты к евро. Наконец, в подавляющем большинстве случаев, если страна проводит денежную политику без явно выраженного номинального якоря, то одним из якорей является валютный курс. Таким образом, происходит и определенная привязка динамики цен в странах с переходной экономикой к динамике цен в еврозоне и повышение результативности режима таргетирования валютного курса. Однако и в этом случае данный режим (в целом) менее результативен по сравнению с режимом таргетирования инфляции и с режимом без явно выраженного номинального якоря.

Наконец, мы оценили результативность различных режимов денежной по-

литики по критерию соответствия фактических темпов инфляции ее установленным целевым ориентирам. Как мы уже отмечали, далеко не все страны устанавливают целевые ориентиры инфляции, поэтому в данном случае мы будем проверять, является ли «чистый» режим таргетирования инфляции более результативным с точки зрения достижения целевого ориентира инфляции, нежели другие режимы денежной политики (режим таргетирования денежной массы и режим без явно выраженного номинального якоря⁵).

В качестве показателя для оценки результативности денежной политики мы используем разность между среднегодовым индексом потребительских цен и пересчитанным в среднегодовой индекс потребительских цен целевым ориентиром инфляции. Как и в предыдущих случаях при проведении расчетов использовались два подхода: первый – фактическая разность, второй – скорректированная разность: если уровень инфляции оказывается ниже целевого ориентира (если целевой ориентир задается точно), или ниже его нижней границы (если он задается в виде интервала), то разность принимается равной нулю, чтобы сгладить при проведении оценки негативное влияние чрезмерного снижения инфляции. При этом расчеты проведены в трех вариантах: как разность между фактическим уровнем и верхней границей целевого ориентира инфляции, как разность между фактическим уровнем и нижней границей целевого ориентира инфляции и как скорректированная разность.

Учитывая относительно небольшое количество наблюдений, было невозможно разделить страны, на группы, в одну из которых включены страны, устанавливающие целевой ориентир инфляции как интервал, а в другую – точно, поэтому некоторые наблюдения оказались включенными во все три варианта расчетов. Наконец, небольшое количество наблюдений для стран, устанавливающих целевой ориентир инфляции в рамках проведения денежной политики, основанной на таргетировании денежной массы, не позволило выявить специфиче-

⁵Режим таргетирования валютного курса является самым жестким режимом денежной политики, поэтому при его реализации ни одна из стран не устанавливает явно целевой ориентир инфляции.

скую результативность данного режима денежной политики по критерию выполнения целевого ориентира инфляции.

Результаты расчетов приведены в Таблицах VI.10 и VI.11 Приложения VI. В целом, они соответствуют ожидаемым значениям. Режим таргетирования инфляции в большей степени способствует выполнению установленных целевых ориентиров инфляции (в переходной экономике) нежели другие режимы денежной политики, в рамках которых устанавливаются целевые ориентиры инфляции. При режиме таргетирования инфляции отклонение от целевого ориентира инфляции на 1-2% меньше, чем при других режимах денежной политики.

Таким образом, при всех рассмотренных показателях результативности денежной политики наилучшим оказался режим таргетирования инфляции. Переход к данному режиму предполагает, что страна выполняет определенные требования, связанные с развитием ее финансовой и банковской системы: обеспечение подлинной независимости центрального банка, уход от фискального доминирования и т.д.⁶

Движение экономики в направлении соблюдения таких условий может рассматриваться как своеобразный признак «движения» страны в сторону режима таргетирования инфляции. В этом случае сама денежная политика, является фактором, обуславливающим изменения в экономике.

Аналогично, в связи с введением евро, как экономическую и политическую необходимость можно оценивать следование режиму таргетирования валютного курса либо переход к режимам, предполагающим контроль валютного курса, главным образом, к режиму без явного номинального якоря. Однако можно предположить, что на выбор того или иного режима денежной политики оказывают влияние и ряд других характеристик экономики, изменить которые в краткосрочном периоде крайне затруднительно. Прежде всего, это связано с выбором такого режима денежной политики, в рамках которого так или иначе контролируется валютный курс, либо альтернативного режима, где контроль валютного курса отно-

⁶ Эта проблема была подробно рассмотрена в четвертой главе при анализе содержания таргетирования инфляции как режима денежной политики.

нительно слабый, либо практически отсутствует.

Существует несколько подходов к теоретическому обоснованию такого выбора. Наиболее известен подход, основанный на теории оптимальных валютных зон (см. [339]). В соответствии с этим подходом большей «склонностью» к проведению денежной политики с относительно высокой степенью контроля за валютным курсом должны обладать страны с большей открытостью экономики в сфере международной торговли и меньшим размером экономики.

Второй подход также связан с идеями Р. Манделла, в данном случае с моделью Манделла-Флеминга. В соответствии с данной моделью невозможно одновременно обеспечить выполнение трех условий: обеспечить абсолютно свободное движение капитала, поддерживать фиксированный валютный курс и проводить самостоятельную денежную политику. Если предположить, что страна не может отказаться от свободного движения капитала, то у нее, в конечном счете, есть два выхода: либо перейти к жестко фиксированному валютному курсу, либо к свободному плаванию. Однако свобода движения капитала тесно связана с развитием финансовой сферы страны: без развитости финансового сектора в целом и финансовых рынков, в частности, трудно обеспечить свободное движение капитала, а с другой стороны, развитость финансовых рынков сама по себе снижает возможности эффективного контроля за движением капитала.

Таким образом, при неразвитых финансовых рынках снятие ограничений на движение капитала скорее должно привести к фиксированному валютному курсу, а при развитом финансовом секторе – к плавающему.

Наконец, важным фактором, влияющим на выбор того или иного режима денежной политики является доверие к государству. Доверие к правительству должно играть особую роль при реализации режима таргетирования инфляции, поскольку именно доверие к политике центрального банка, нацеленной на достижение целевого ориентира инфляции определяет, во многом, успех данного режима денежной политики.

Сложность оценки влияния тех или иных характеристик экономики на вероятность выбора режима денежной политики связана с тем, что в условиях пере-

ходной экономики сложно говорить о «чистых» режимах денежной политики: например, контроль валютного курса, составляющий ядро режима таргетирования валютного курса может, пусть в более слабом виде, присутствовать и в других режимах денежной политики. В связи с этим, когда мы оцениваем вероятность выбора того или иного режима денежной политики, мы, пусть неявно, сравниваем ее с выбором всех остальных режимов денежной политики, которые не всегда кардинально отличаются от данного режима.

В качестве показателя открытости экономики мы использовали наиболее распространенный показатель для ее оценки – отношение внешнеторгового оборота страны к ее ВВП (внешнеторговая квота); в качестве показателя размера экономики – долю ВВП данной страны в общем ВВП мира, исчисленного на основе паритета покупательной способности; в качестве показателя свободы движения капитала – индекс отсутствия ограничений на движения капитала, исчисляемый Heritage Foundation. Для характеристики развитости финансового сектора страны мы используем показатель отношения кредитов, выданных частному сектору к величине ВВП, в качестве дополнительного показателя, характеризующего возможность наступления финансового кризиса, мы используем отношение величины дефицита государственного бюджета к ВВП; наконец, для оценки эффективности правительства мы использовали показатель, исчисляемый Мировым банком в рамках проекта «Мировые индикаторы управления (Worldwide Governance Indicators (WGI))» (см. [284]). Он учитывает такие параметры как: качества предоставляемых гражданских услуг и реализации политики, отсутствие давления, в том числе и на бизнес, уровень доверия правительству. Все показатели, кроме последнего взяты за предшествующий год, чтобы избежать проблемы эндогенности – обратного влияния выбранного режима денежной политики на величину соответствующего показателя.

Формальная модель здесь может быть представлена как:

$$P(MP_{i,t}^{REG} = 1) = \Phi(V_{t-1}^k, GovEF_t), \quad (6.2)$$

где MP_i^{REG} – показатель, определяющий какой-либо режим денежной политики, V^k – набор объясняющих переменных, от которых может зависеть выбор режима денежной политики: открытость экономики, размер экономики, свобода движения капитала, развитость финансовой системы, дефицит государственного бюджета, $GovEF$ – эффективность правительства⁷.

При оценке влияния отличительных черт экономики на выбор режима денежной политики мы, прежде всего, выделяли два крайних режима с точки зрения контроля валютного курса: таргетирование валютного курса, как самый жесткий режим, и таргетирование инфляции, как самый либеральный, по крайней мере с точки зрения теории, режим.

Проведенные расчеты, результаты которых представлены в Таблице VI.12 Приложения VI, позволили оценить большую или меньшую вероятность выбора того или иного режима денежной политики.

Режим таргетирования валютного курса чаще (с большей вероятностью) выбирают страны с открытой экономикой и, особенно, с небольшим размером экономики. Что касается режима таргетирования инфляции, то на его выбор открытость экономики оказывает крайне слабое влияние, однако размер экономики в значительной степени (положительно) предопределяет выбор данного режима. Очевидно, большая самостоятельность в проведении денежной политики, характерная для режима таргетирования инфляции, более необходима для относительно крупных переходных экономик.

Сравнительная характеристика одновременного влияния свободного движения капитала и уровня развития валютного рынка показала: сочетание свободного движения капитала и неразвитого финансового сектора предрасполагает к выбору режима таргетирования валютного курса, а сочетание свободного движения капитала и более развитого финансового сектора – к режиму таргетирования инфляции. Столь же логичны результаты оценки влияния дефицита государственного бюджета: его высокий уровень требует контроля валютного курса, чтобы не допустить валютного кризиса, поэтому большая склонность к выбору режима

⁷ Метод оценки – логит-модель.

таргетирования валютного курса вполне обоснована. С другой стороны, высокий уровень дефицита государственного бюджета является одним из индикаторов фискального доминирования, уход от которого является одним из необходимых условий для перехода к таргетированию инфляции, поэтому совершенно естественно, что большей склонностью к введению режима таргетирования инфляции обладают страны с низким уровнем дефицита государственного бюджета.

Наконец, как и предсказывалось, важнейшим фактором, предопределяющим выбор страной режима таргетирования инфляции, является эффективность правительства; для выбора режима таргетирования валютного курса этот фактор не имеет существенного значения.

Что касается двух других режимов денежной политики, то влияние тех или иных факторов на выбор страной режима таргетирования денежной массы в определенной степени совпадает (качественно) с выбором режима таргетирования инфляции, хотя статистическая значимость оценок здесь значительно ниже, что может быть объяснено относительно небольшим числом стран и периодов времени, в течение которых был реализован в чистом виде режим таргетирования денежной массы. Принципиальное отличие связано с влиянием размера экономики: к выбору режима таргетирования денежной массы больше «склонны» страны с небольшим размером экономики.

На вероятность выбора страной режима денежной политики без явно выраженного номинального якоря, очевидно, оказывают влияние все многообразные проблемы, с которыми сталкиваются экономики и которые они стремятся решить с помощью, в том числе, денежной политики, использующей несколько номинальных якорей.

Из факторов, влияющих на вероятность подобного выбора, можно выделить больший уровень закрытости экономики, больший, по сравнению с некоторым средним уровнем, размер экономики, меньшая свобода движения капитала, более развитый финансовый сектор и меньший уровень эффективности правительства. Здесь, несомненно, присутствует следующая взаимосвязь: страна с большей по размерам экономикой, как правило, является и более закрытой. С «внешнеторго-

вой» закрытостью экономики, как правило, связана и «закрытость» (наличие ограничений) в сфере движения капитала, что явно демонстрируют и результаты расчетов. Более сложна для интерпретации выявленная положительная связь между выбором данного режима денежной политики и уровнем развития финансовой системы. Возможно, это связано с тем, что режим денежной политики без явного номинального якоря предполагает более слабый контроль валютного курса, нежели режим таргетирования валютного курса, а более развитая финансовая система позволяет проводить и более самостоятельную денежную политику, посредством, например, одновременного контроля за предложением денег.

Позитивное влияние низкого уровня эффективности правительства на вероятность выбора режима денежной политики без явного номинального якоря, очевидно, обосновано тем, что именно наличие нескольких номинальных якорей позволяет как-то компенсировать низкий уровень доверия к деятельности правительства со стороны экономических агентов.

Таким образом, при оценке результативности денежной политики и выборе того или иного ее режима, следует учитывать объективно обусловленную «предрасположенность» экономики той или иной страны к введению какого-то конкретного режима денежной политики.

В завершении рассмотрения проблемы результативности денежной политики нам представляется важным вернуться к первой главе и оценить результативность денежной политики с точки зрения критерия более сложного, нежели просто инфляция. В качестве такого критерия можно использовать традиционный и модифицированный индексы нищеты.

Анализ их содержания позволил найти нечто общее в идеологии построения показателя для оценки результативности денежной политики между индексом нищеты и традиционным подходом к оценке качества денежной политики, основанном на минимизации отклонений инфляции и объема выпуска от некоторых долгосрочных трендов. Индекс нищеты, как традиционный, так и модифицированный, также предполагает учет инфляции и объема выпуска, однако последний учитывается не непосредственно, а через уровень безработицы. Улучшение пока-

зателя индекса нищеты (уменьшение его величины) предполагает снижение инфляции и безработицы, т.е. увеличение объема выпуска.

В «идеальном» варианте индекс нищеты должен представлять собой сумму оптимального темпа инфляции и естественного уровня безработицы. С точки зрения чисто количественного подхода эта идеальная величина может поддерживаться при безработице ниже естественного уровня, что будет означать перегрев экономики и влечь за собой более высокий уровень инфляции.

Снятие подобного рода проблем возможно при использовании модифицированного индекса нищеты, в котором показатели инфляции и безработицы получают не одинаковые, а разные весовые коэффициенты. Здесь мы развиваем наш подход к определению модифицированного индекса нищеты, использованный в п. 1.2. Мы определяли модифицированный индекс нищеты как показатель, характеризующий некоторый уровень социально-экономического развития на рубеже первого десятилетия радикальных экономических реформ, при этом мы исчисляли его для каждой страны лишь для двух лет, как правило, с относительно близкими по величине годовыми уровнями как инфляции, так и безработицы. При этом использовались весовые коэффициенты 0,4 для инфляции и 0,6 для безработицы⁸.

Однако такие весовые коэффициенты обоснованы при относительно невысоких темпах инфляции. Если инфляция высока, то весовые коэффициенты должны изменяться в пользу инфляции: при уровне инфляции, составляющем, например, 100-200%, соотношение весовых коэффициентов инфляции и безработицы в «модифицированном» индексе нищеты может составлять 3-4 к 1, или 0,75:0,25 и 0,8:0,2.

Исходя из этого, для оценки результативности различных режимов денежной политики на основе модифицированного индекса нищеты мы строим этот

⁸ Как и в п. 1.2, использовались результаты глобального опроса общественного мнения, проведенного в 38 странах мира, включая Россию, Украину, Польшу, Венгрию, Чехию, приведенные в [223].

индекс следующим образом⁹: при уровне инфляции более 50% в год мы используем весовые коэффициенты 0,7 для инфляции и 0,3 для безработицы; при уровне инфляции менее 50%, но более 30% в год, весовые коэффициенты – 0,6 для инфляции и 0,4 для безработицы; при уровне инфляции менее 30%, но более 10% в год модифицированный индекс нищеты совпадает с традиционным индексом нищеты, т.е. инфляция и безработица имеют равные веса; при инфляции менее 10% мы применяем весовые коэффициенты, уже использованные нами в п. 1.2, 0,4 для инфляции и 0,6 для безработицы.

Кроме того, как для традиционного, так и для модифицированного индекса нищеты, мы также провели расчеты, в которых исключены случаи дефляции. Наконец, помимо расчетов, включающих все имеющиеся данные, были проведены расчеты для случаев с ограничением уровней инфляции: менее 30% и менее 15%. При проведении расчетов нами контролировались размер экономики и возможная инерционность индекса нищеты (зависимость его величины от предшествующих значений) на основе использования лаговых переменных (предшествующих двух лет). Все полученные результаты приведены в Таблицах VI.13 и VI.14 Приложения VI.

По этим результатам нетрудно заметить, что и по критерию минимизации индекса нищеты режим таргетирования инфляции является наиболее результативным. Этот вывод остается справедливым для всех спецификаций модели: для традиционного и модифицированного индекса нищеты, для случаев как включающих, так и исключаящих эпизоды дефляции, для случаев с ограничением и без ограничения уровня инфляции.

В большинстве спецификаций модели при таргетировании инфляции индекс нищеты, независимо от его конкретного представления, на 7,5-9,5 процентных пункта ниже, чем при таргетировании валютного курса, который используется в качестве базы для сравнения. Выигрыш при осуществлении режима денежной политики без явно выраженного номинального якоря оказывается существенно ни-

⁹ При определении величины весовых коэффициентов использовались данные упомянутого выше глобального опроса общественного мнения.

же, а таргетирование денежной массы оказывается, в большинстве случаев, даже менее результативным режимом денежной политики по сравнению с таргетированием валютного курса.

6.3. Мировой финансовый кризис и перспективы антиинфляционной политики

Эмпирический материал нашего исследования ограничен периодом 1994-2006 годов, однако последующее развитие событий, прежде всего, мировой финансовый кризис, поставило вопрос: повлияли ли события, связанные, с этим кризисом на выводы нашей работы?

Это влияние, как нам представляется, могло бы быть двояким: во-первых, могли быть поставлены под сомнение те или иные положения используемой в нашем анализе макроэкономической модели нового неоклассического синтеза; во-вторых, могут потребовать уточнения те или иные элементы проводимой антиинфляционной политики, что могло бы привести, в конечном счете, к изменению оценок результативности того или иного типа антиинфляционной политики.

Разумеется, пока невозможно делать какие-либо окончательные выводы, необходимо время, чтобы экономика окончательно вышла из кризиса, должен быть накоплен и осмыслен фактический материал, однако первые оценки уже могут быть даны.

Применительно к общим проблемам макроэкономики одной из основных претензий становится упрек в игнорировании теории Австрийской школы, в соответствии с которой «создание денег и кредита финансовой системой во многих случаях может привести «к дисбалансам» [123, с. 16]. Эти дисбалансы и проявляются в оторванном от реальных экономических показателей росте цен на активы, надуванию «пузырей» и т.п.

Можно выделить несколько путей инкорпорирования проблем финансовой системы, которые подробно рассматриваются теорией Австрийской школы, в привычные макроэкономические модели. Возможна, например, модификация исчисления инфляции – переход к ее исчислению не только на основе потребитель-

ских цен, но и цен финансовых активов. Однако в этом случае возникает несколько проблем: во-первых, формирование самой «корзины» нового показателя инфляции, т.е. в каком соотношении в нее должны включаться потребительские блага и финансовые активы и каков состав этих финансовых активов; во-вторых, определение оптимального уровня этого нового показателя, и даже если он будет определен, то возможен значительный разброс изменений цен на отдельные потребительские блага и финансовые активы, так что при некотором приемлемом общем уровне инфляции будет надуваться «пузырь»; в-третьих, что, пожалуй, самое главное – исчисление инфляции именно как индекса потребительских цен является необходимым, поскольку данный показатель оказывает влияние на ситуацию на рынке труда, а через него и на объем выпуска.

Вторая возможность учета изменений цен финансовых активов – формирование отдельного дополнительного индекса цен финансовых активов. Здесь также возникают проблемы, аналогичные тем, что возникали в предыдущем случае: во-первых, проблема формирования самой корзины финансовых активов, а во-вторых, проблема определения оптимального темпа удорожания финансовых активов, отклонение от которого является нежелательным.

Третья возможность, позволяющая продолжить использование существующих достижений в области макроэкономической теории и одновременно значительно снижать вероятность возникновения дисбалансов в финансовой системе, основывается на ином подходе. Она связана с развитием финансового регулирования и прежде всего с совершенствованием правил оценки финансовых рисков (см. [184]). Здесь предполагается, что по мере роста стоимости финансовых активов они будут оцениваться как активы с более высокими рисками, что будет вынуждать банки резервировать все больше средств для страхования от их обесценения и тем самым сдерживать рост предложения денег и дальнейшее надувание «пузырей».

Особой проблемой является связь между возникновением кризиса и проводимой денежной политики. Стало почти общим местом положение о том, что

именно ошибки при проведении денежной политики, прежде всего в США, способствовали возникновению финансовых пузырей на рынках недвижимости.

Однако в последнее время, когда острота кризиса несколько снизилась, у исследователей возникло стремление разобраться более глубоко не только с конкретными причинами кризиса, но и с более широким кругом проблем, связанным с денежной политикой в целом и с ее антиинфляционной составляющей.

В ряде случаев эти проблемы ставились достаточно широко: что нового внес финансовый кризис в соотношение «правил и свободы выбора» центрального банка при проведении денежной политики; насколько и в чем должен быть независим центральный банк, каково влияние политики вообще на проводимую денежную политику и т.д. [151, р. 2].

В других они формулировались более конкретно. В частности, один из наиболее авторитетных специалистов в области как теоретических, так и практических вопросов денежной политики Л. Свенссон [401] поставил эти вопросы следующим образом:

- 1) каковы собственно причины финансового кризиса;
- 2) какая денежная политика требовалась в условиях кризиса;
- 3) могла ли другая денежная политика гарантировать предотвращение кризиса или снижение его отрицательных последствий.

Формулируя ответ на первый вопрос, следует иметь в виду, что для возникновения мирового финансового кризиса должны существовать какие-то причины и обстоятельства глобального характера. К таковым можно отнести макроэкономические условия в предкризисный период, представлявшие собой сочетание низкой мировой процентной ставки и глобальных дисбалансов, связанных с устойчивым для многих стран дефицитом или профицитом счета текущих операций и связанной с этим неизбежностью притока или оттока капитала [161, р. 12].

Это во многом было связано с длительным периодом стабильной низкой инфляции и стабильных темпов роста, что привело к систематической недооценке риска и, как следствие, к низкой премии за риск на финансовых рынках. Результатом такого положения стало искажение стимулов для коммерческих и ин-

вестиционных банков, трейдеров и менеджеров инвестиционных фондов, которые стали принимать чрезмерно рискованные решения. Возникла огромная недооценка потенциальных системных рисков, связанная со сложными пакетами ценных бумаг.

Однако непосредственно все это не было обусловлено денежной политикой за исключением того, что проводимая денежная политика способствовала сочетанию низкой инфляции и стабильного экономического роста.

Более важен вопрос о возможности предотвращения или смягчения кризиса при проведении денежной политики, основанной на более высоких процентных ставках.

Многочисленные эмпирические исследования последних лет [215; 224; 270; 281] показали, что сами по себе низкие процентные ставки не были главной причиной роста цен на недвижимость¹⁰, значительно более важную роль играли изменившиеся правила ипотечного кредитования, которые, в свою очередь были порождены заниженными оценками рисков и искаженными побудительными мотивами инвесторов.

Вместе с тем кризис показал, что сам по себе низкий уровень инфляции – стабильность цен – не достаточен для достижения финансовой стабильности. Следовательно, и умелая антиинфляционная политика еще не гарантирует финансовую стабильность.

Денежная политика, основанная на управлении процентной ставкой, оказывается недостаточной для достижения финансовой стабильности. Для этого необходимы и особая политика и специальные инструменты для проведения такой политики. Здесь более эффективными оказываются такие инструменты как банковский надзор и регулирование правила работы банков. Сама финансовая нестабильность порождается различными дисбалансами, поэтому ее регулирование будет наиболее эффективно, если оно осуществляется максимально близко к источнику дисбаланса. Как правило, считается, что должен использовать целый ком-

¹⁰«Свободная денежная политика не является главной причиной взлетов и падений цен на жилье» [429, p. 105-107].

плекс инструментов, который называют макропруденциальным регулированием [171, р. 24].

В рамках такого регулирования банки должны побуждаться к увеличению размеров собственного капитала и резервов в условиях кредитного бума, для использования в условиях спада, а также резервировать больше средств при работе с высокорисковыми финансовыми инструментами.

Сама финансовая стабильность является важнейшей целью экономической политики. Под ней обычно понимают ситуацию, когда финансовая система может осуществлять свои основные функции: проводить платежи, содействовать «превращению сбережений в инвестиции», обеспечивать распределение рисков, – без существенных нарушений, которые приводят к значительным социальным потерям [401, р. 56].

Вообще следует видеть принципиальные различия между различными элементами (составными частями) экономической политики как таковой.

Различные «политики»: бюджетная, структурная, политика в отношении рынка труда, могут существенно различаться по своим целям, инструментам достижения этих целей и органам власти, которые контролируют данные инструменты и отвечают за достижение целей.

Если говорить о денежной политике, то она, как уже отмечалось, имеет своей основной целью обеспечение стабильного уровня инфляции, а также, в качестве вспомогательной цели – поддержание использования ресурсов на уровне, обеспечивающем потенциальный объем выпуска. Инструментами для этого в обычных условиях являются различные макроэкономические показатели и результаты опросов, включая публикацию показателей развития и прогнозов инфляции и реальной экономики.

В условиях кризиса могут быть использованы и другие (нетрадиционные) инструменты: покупка ценных бумаг, фиксация процентных ставок на более длительные сроки погашения, валютные интервенции для предотвращения повышения валютного курса.

Что касается политики финансовой стабильности, то ее целью и является поддержание финансовой стабильности или содействие ей. В обычных условиях ее инструментами являются надзор, регулирование и отчеты о финансовой стабильности, включающие анализ и опережающие индикаторы, которые могут обеспечить раннее предупреждение об угрозах для финансовой стабильности.

В условиях кризиса они дополняются такими инструментами как: кредитование последней руки, переменная процентная ставка на более длительные сроки погашения, специальный режим для финансовых институтов, испытывающих трудности, правительственные гарантии по кредитам, правительственные финансовые вливания и т.п. Органы власти, ответственные за поддержание финансовой стабильности варьируются по странам. В некоторых странах это центральный банк, в других - отдельный орган финансового надзора, в некоторых случаях ответственность разделена между несколькими институтами.

Однако тот факт, что денежная политика и политика финансовой стабильности являются разными элементами экономической политики, не означает, что между ними нет взаимосвязи и взаимодействия. Финансовая стабильность влияет непосредственно на финансовые рынки, а финансовые условия влияют на трансмиссионный механизм денежной политики.

Проблемы на финансовых рынках, как показал финансовый кризис, могут оказывать сильное влияние на реальную экономику. Денежная политика влияет на цены активов и на банковские балансы и, таким образом, может влиять на финансовую стабильность. Однако отмеченные выше принципиальные различия между политикой финансовой стабильности и денежной политикой должны быть учтены при рассмотрении уроков финансового кризиса для денежной политики.

Поскольку политика процентной ставки является не очень подходящим инструментом для обеспечения финансовой стабильности, то мало смысла имеет определение финансовой стабильности в качестве цели денежной политики, хотя она, в принципе, может быть определена в качестве цели для центрального банка, если он получает контроль над соответствующими инструментами надзора и регулирования.

Вместе с тем, нельзя забывать, что финансовые факторы могут оказывать очень сильное и разрушающее воздействие на трансмиссионный механизм, что делает стандартную политику процентной ставки намного менее эффективной. Здесь важны два конкретных вопроса: 1) как финансовые факторы и нарушения финансовой стабильности влияют на потенциальный объем выпуска и соответствующий ему нейтральный уровень реальной процентной ставки; 2) какое влияние финансовые факторы оказывают на альтернативные прогнозы инфляции и уровня использования ресурсов в рамках модели общего экономического равновесия [401, р. 57-58]. Кроме того, необходимость учета влияния финансовых факторов на прогнозы инфляции и уровня использования ресурсов может потребовать увеличения горизонтов прогнозирования, например, с двух до трех лет.

В ряде работ, написанных еще «по мотивам» пузыря доткомов начала 2000-х годов, была высказана идея «дуть против ветра» (см. [197]): для противостояния росту объемов кредитования и цен активов с целью обеспечения финансовой стабильности необходимо значительно большее повышение процентной ставки, чем это требуется для стабилизации инфляции и уровня использования ресурсов.

Здесь остается неясным, означает ли такой подход, что рост объемов кредитования и цен активов (или иные показатели) должны стать целевыми ориентирами и войти явно или неявно в целевые функции потерь вместе с инфляцией и уровнем использования ресурсов, или рост кредитов и цен активов должны рассматриваться лишь как некоторые индикаторы и акцентировать на них внимание следует лишь постольку, поскольку они могут иметь негативное влияние на инфляцию и уровень использования ресурсов на более длительном временном интервале. В последнем случае данное предложение об «упреждающем повышении процентных ставок» представляет собой лишь способ поддержания стабильности инфляции и уровня использования ресурсов в более длительном периоде.

В первом случае можно использовать целевую функцию центрального банка в условиях таргетирования инфляции или функцию социальных потерь (4.2), дополнив ее условием минимизации рисков наступления финансового кризиса¹¹:

¹¹ Подобный подход был предложен М. Вудфордом [423]

$$L_t^{IT} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2 + \lambda_{\Phi} \Phi_{t+i}^2] \quad (6.3)$$

Здесь Φ характеризует влияние сложностей кредитования на общее благосостояние. Общее благосостояние будет снижаться, если Φ_t в условиях кризиса будет выше по сравнению с нормальной экономической ситуацией. Сложности кредитования могут быть оценены через величину кредитных спредов – разности между процентными ставками по привлекаемым и предоставляемым кредитам.

Если предположить, что Φ_t имеет два критических уровня – низкий в стабильной экономической ситуации и высокий в условиях кризиса, то вероятность перехода с первого уровня на второй будет расти по мере роста некоторой переменной, характеризующей ситуацию на финансовых рынках. М.Вудфорд в качестве такой переменной предлагает использовать уровень леввериджа в финансовом секторе [423, р. 13]. Его зависимость от других переменных может быть представлена как:

$$Lev_t^{FS} = \rho_1 Lev_{t-1}^{FS} + \rho_2 \cdot (y_t - \bar{y})^2 + v_t, \quad (6.4)$$

где $0 \leq \rho_1 < 1$, $\rho_2 > 0$, v_t - экзогенные шоки.

Таким образом, левверидж в текущем периоде зависит от своего лагового значения, текущего разрыва выпуска и экзогенных шоков. Следует отметить, что в реальности вероятность финансового кризиса зависит не только от леввериджа, но и от других факторов, таких как, например, несовпадение по срокам требований и обязательств и проблемы с ликвидностью. Вместе с тем, следуя логике (6.4), левверидж, а следовательно и вероятность финансового кризиса, будет сокращаться, если под влиянием денежной политики будет уменьшаться разрыв выпуска.

Однако, если включить в модель такие инструменты поддержания финансовой стабильности как требования достаточности капитала, можно оказывать влияние на левверидж непосредственно, а не опосредовано. В этом случае уравнение (6.4) приобретает следующий вид:

$$Lev_t^{FS} = \rho_1 Lev_{t-1}^{FS} + \rho_2 \cdot (y_t - \bar{y})^2 + z_t + v_t, \quad (6.5)$$

где z_t – инструмент политики финансовой стабильности.

Такой подход позволяет и в данном случае выявить различия между денежной политикой и политикой финансовой стабильности. Функцию социальных потерь можно представить как:

$$L_t^{IT} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2] + E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \lambda_{\Phi} \Phi_{t+i}^2 \quad (6.6)$$

Отсюда можно выделить:

- политику финансовой стабильности, в которой используется инструмент z_t для минимизации

$$E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \lambda_{\Phi} \Phi_{t+i}^2 \quad (6.7)$$

при выполнении условия (6.5);

- денежную политику, в которой используется возможность контроля над номинальной процентной ставкой, чтобы минимизировать

$$E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \cdot [(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda_{IT} \cdot (y_{t+i} - \bar{y})^2] \quad (6.8)$$

в соответствии с общими принципами таргетирования инфляции (уравнением (4.10)).

Таким образом, для предотвращения финансовых дисбалансов: чрезмерного роста объемов кредита и цен активов, - существуют другие инструменты, намного более эффективные по сравнению с процентной ставкой, и, следовательно, более соответствующие критерию «первого лучшего». Представляется, что процентные ставки, которые будут достаточно высоки, чтобы оказать значительное сдерживающее влияние на уровень кредитования и цены активов, окажут еще более сильное угнетающее влияние на уровень экономической активности.

Во всяком случае, если наблюдается быстрый рост цен на жилье и объемов ипотечного кредитования, чреватый возникновением финансового пузыря, то, исходя из недавнего опыта США или Испании, введение, например, более жестких ограничений на соотношение между величиной кредита и ценой дома и повышение требований к «реалистичности» расчетов доходов покупателей домов и

оценок будущих процентных ставок, окажется существенно более эффективным способом недопущения развития событий по неблагоприятному сценарию, нежели повышение процентных ставок.

Гипотетически, конечно, можно себе представить ситуацию в некоторой стране, где существуют серьезные проблемы с системой банковского регулирования и надзора, когда проведение политики процентной ставки становится, по правилу «второго лучшего», единственно возможным инструментом для поддержания финансовой стабильности. В таком случае неизбежно возникает крайне неприятный выбор между большей финансовой стабильностью и низким уровнем использования ресурсов или все-таки поддержанием приемлемого уровня экономической активности при крайне неустойчивом уровне финансовой стабильности. При этом, если исключить вариант «шокового» повышения процентной ставки, ведущий к не менее «шоковым» последствиям для экономики, ее постепенный рост «в поисках» оптимального соотношения финансовой стабильности и экономической активности сначала приведет к снижению уровня использования ресурсов и лишь через какое-то время может начать оказывать влияние на финансовую стабильность, продолжая ограничивать экономическую активность.

Посткризисная практика показывает, что происходит формирование новой сферы государственной экономической политики – макропруденциальной политики, которая имеет своей целью вскрывать и анализировать риски, касающиеся финансовой системы в целом и противодействовать им (см. [357]). Она принципиально отличается от микропруденциального надзора, который сконцентрирован на состоянии отдельных финансовых институтов.

Вместе с тем, выделяется ряд мер, по традиции относящихся к денежной политике, которые могут помочь инвесторам лучше оценивать риски и тем самым влиять на их поведение. К таким мерам, прежде всего, следует отнести повышение открытости при проведении денежной политики: более четкое анонсирование правил, в соответствии с которыми проводится денежная политика, и предоставление большей информации участникам рынка, вплоть до ежедневной публикации банковских балансов (см. [405]).

Что касается антиинфляционной составляющей денежной политики, то финансовый кризис, как представляется, не выявил существенных изъянов в таргетировании инфляции как наиболее результативном типе антиинфляционной денежной политики (см. [211]). Более того, страны, применяющие таргетирование инфляции, оказались в лучшей ситуации по уровню безработицы, а также по темпам роста ВВП, чем страны с другими режимами денежной политики [211, р. 16], хотя эти преимущества были более явными для развитых стран, нежели для стран развивающихся, включая страны с переходной экономикой.

В самом механизме таргетирования инфляции появились лишь некоторые уточнения (см. [180]): во-первых, в условиях кризиса для поддержания макроэкономической стабильности малые страны должны больше внимания уделять валютному курсу; во-вторых, слишком низкий целевой ориентир инфляции в условиях кризиса может сужать пространство для маневра при проведении денежной политики: низкой инфляции соответствует низкая процентная ставка, которая не может быть понижена ниже нулевой границы. Однако последнее предложение уже было подвергнуто критике: в соответствии с теоретическими положениями, повышение темпа инфляции в долгосрочном периоде не приносит выгод с точки зрения объема выпуска или безработицы, а повышение целевого ориентира как реакция на финансовую нестабильность – подрывает основы независимости центрального банка [313, р. 22].

Для развивающихся стран с неустойчивым финансовым положением было предложено даже использовать «гибридный» режим таргетирования инфляции, включающий контроль за стабильностью валютного курса, однако внимание этому параметру должно уделяться относительно немного: вчетверо меньше, чем объему выпуска и в десять раз меньше, чем инфляции [371, р. 31].

Если рассматривать проблему в более широком контексте, то финансовый кризис обратил внимание на необходимость большей гибкости при проведении таргетирования инфляции. Само по себе понятие «гибкое таргетирование инфляции» было введено еще в 1999 году (см. [399]). Оно означает, что при проведении таргетирования инфляции следует не ограничиваться краткосрочными целями, но

следует обратить больше внимания на обеспечение стабильного уровня инфляции в более длительном периоде. Такой подход предполагает, в частности, расширение горизонта прогнозирования инфляции и обращение, в связи с этим большего внимания на такие ключевые макроэкономические переменные как объем выпуска, процентные ставки и валютный курс. Развивая данный подход, можно сказать, что и финансовые факторы (факторы финансовой стабильности) являются исключительно важными для прогнозирования инфляции и уровня использования ресурсов. Использование какого-либо финансового индикатора в прогнозировании инфляции будет означать лишь то, что сама политика процентной ставки и траектория изменений процентной ставки будет определяться, в том числе, и изменениями этого индикатора, но финансовые факторы и индикаторы не станут какими-то независимыми целями или целевыми ориентирами наряду с инфляцией при проведении антиинфляционной политики.

В конечном счете, представляется совершенно справедливым вывод Л. Свенссона: «Гибкое таргетирование инфляции примененное правильным образом и использующее всю информацию о финансовых факторах, важных для прогнозирования инфляции и использования ресурсов на любом временном горизонте, остается той денежной политикой до, во время и после финансового кризиса, которая представляет наилучший шанс для стабилизации инфляции и реальной экономики» [401, р. 59]. Аналогичное мнение высказано и работе С. Роджера [369].

Обратившись к практике проведения антиинфляционной политики странами с переходной экономикой, можно отметить, что ни во время, ни после завершения финансового кризиса (по крайней мере, его острой фазы) ни одна из стран не заявила об отказе от проведения антиинфляционной политики в форме таргетирования инфляции, ни от планов перехода к данному режиму в некотором обозримом будущем. Более того, как уже отмечалось, о своем переходе к режиму таргетирования инфляции объявила Молдавия.

Фактические данные о темпах инфляции в странах с переходной экономикой за последние четыре года, приведенные в Таблице 6.1, позволяют сделать некоторые выводы о результативности антиинфляционной политики в эти годы.

Таблица 6.1 - Среднегодовые темпы инфляции в странах с переходной экономикой, %

Страна	2007	2008	2009	2010	Средний 2007-2010
1	2	3	4	5	6
Албания	2,9	3,4	2,9	3,6	3,2
Армения	4,4	9,0	3,4	8,2	6,3
Азербайджан	16,7	20,8	1,5	5,7	11,2
Беларусь	8,4	14,8	13,0	7,8	11,0
Болгария	8,4	12,3	2,8	2,4	6,5
Босния и Герцеговина	1,9	7,7	-0,4	2,1	2,8
Венгрия	8,0	6,1	4,2	4,9	5,8
Грузия	9,2	10,0	1,7	7,1	7,0
Казахстан	10,7	17,3	7,3	7,1	8,8
Киргизия	10,2	24,5	7,2	8,0	12,5
Латвия	10,1	15,4	3,5	-1,1	7,0
Литва	5,7	11,0	4,2	1,2	5,5
Македония	2,3	8,3	-0,8	1,6	2,9
Молдавия	12,4	12,8	0,0	7,4	8,2
Польша	2,5	4,2	3,5	2,6	3,2
Россия	9,0	14,1	11,7	6,9	10,4
Румыния	4,9	7,9	5,6	6,1	6,1
Сербия	6,0	12,5	8,2	6,1	8,2
Словакия	2,8	4,6	<i>евро</i>	<i>евро</i>	3,7
Таджикистан	13,2	20,5	6,4	6,4	11,6
Туркмения	6,3	14,5	0,1	5,0	6,5

Окончание таблицы 6.1

1	2	3	4	5	6
Узбекистан	12,3	12,7	12,5	10,0	11,9
Украина	12,8	25,3	16,0	9,4	15,9
Хорватия	2,9	6,1	2,4	1,1	3,1
Черногория	4,3	8,6	3,4	0,5	4,2
Чехия	2,8	6,4	1,1	1,5	3,0
Эстония	6,6	10,4	-0,1	3,0	5,0

Во-первых, несомненно, мировой финансовый кризис и предшествующий ему период, ознаменовавшийся всплеском мировых цен на многие сырьевые товары и топливно-энергетические ресурсы, явились сильнейшим шоком для эко-

номик стран с переходной экономикой страны, что проявилось, в том числе и во всплеске инфляции в большинстве стран в 2007 и особенно в 2008 годах.

Во-вторых, страны, давно и последовательно проводящие антиинфляционную политику, основанную на таргетировании инфляции, с одной стороны, не допустили значительного скачка темпов инфляции в 2007-2008 годах, а в последующий период сумели существенно снизить инфляцию. В-третьих, страны, последовательно проводящие политику таргетирования валютного курса, добились, в целом, наибольших успехов в снижении темпов инфляции в 2009-2010 годах, однако им пришлось пережить резкий скачок темпов инфляции в 2007-2008 годах.

Таким образом, практика кризисного и посткризисного периода также подтвердила высокую результативность антиинфляционной политики, проводимой на основе режима таргетирования инфляции.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Радикальные экономические преобразования, развернувшиеся 20-25 лет назад в странах с переходной экономикой, были ознаменованы всплеском открытых инфляционных процессов, порожденных либерализацией цен и выравниванием макроэкономических диспропорций, высокие по сравнению с индустриально развитыми странами темпы инфляции сохраняются в большинстве стран с переходной экономикой и до настоящего времени. В связи с этим проведение антиинфляционной политики было и остается одним из актуальнейших направлений экономической политики этих стран

Решение задач, поставленных в диссертационной работе, позволило сделать следующие выводы:

1. Развитие реформ и результаты, к которым они приводят, во многом предопределялись теми условиями, с которыми страны вступили в период реформ, их «готовностью» к успешной трансформации.

Готовность к экономической трансформации определялась как уровнем экономического развития и финансовой сбалансированности, так и связанной с этими факторами «усталостью» населения от старой экономической модели и его желанием скорее ощутить результаты экономических преобразований. Важное значение имели и социально-политические аспекты реформирования, прежде всего наличие политических и социальных сил, заинтересованных в процессе трансформации.

Проведенный анализ показал, что в странах, наиболее готовых к экономическим реформам, в значительной степени существовало единство взглядов социальных сил на необходимость начала радикальных реформ.

При сравнении характеристик стран на момент начала радикальных реформ с результатами, которые были достигнуты ими спустя 10-12 лет после начала реформирования, выявлены следующие тенденции: страны, которые были в наибольшей степени готовы реформам (Чехия, Словакия, Словения), сохранили свое «лидерство» и в начале XXI века, вместе с тем, к этим странам «подтяну-

лись» страны Балтии, Венгрия и Польша. Важным фактором для всех этих стран было единство основных социальных и политических сил в оценке необходимости радикальных преобразований.

Ряд стран остался на своем «среднем» уровне (Армения, Беларусь, Россия Украина, Сербия и Черногория) из группы относительно «отстававших» в эту группу перешли Албания, Азербайджан, Болгария и Грузия. Некоторые страны оказались относительно менее успешными в своем реформировании и «перешли» из «средней» группы в число относительно «отставших»: Казахстан, Молдова, Хорватия. Важной характеристикой всех стран, которые так и не смогли покинуть «отстающую» группу является отсутствие у основных политических сил ясных представлений о необходимости и путях преобразований.

2. Сложившееся представление об инфляции можно свести к следующим положениям. Инфляция находится под влиянием четырех групп факторов: шоков спроса и предложения, инерции и политического процесса. Последняя группа включает в себя все институциональные, политические и культурные факторы. Первые три группы факторов охватывают макроэкономические аспекты инфляции, следовательно, инфляция представляет собой макроэкономический и институциональный феномен. Среди всего широкого набора факторов особую роль играют монетарные факторы, к которым относятся изменения как в сфере денежного обращения, так и в денежной политике. Значение этих факторов проявляется не только количественно, как наиболее влиятельных факторов, но и качественно – влияние большинства прочих факторов проявляется через изменения в монетарной сфере непосредственно или через изменения в денежной политике.

3. Специфические механизмы инфляции в условиях радикальных реформ на первом этапе преобразований связаны с наличием инфляционного навеса – подавленной инфляции, низкой эффективностью производства и высокой степенью монополизации, которые способствуют скачку цен после их либерализации. В последующем все возможные факторы инфляции могут быть отнесены к одной из четырех групп факторов, отмеченных выше. Проведенная проверка значимости тех или иных факторов инфляции для стран с переходной экономикой на основе

эконометрических моделей дала следующие результаты:

основным фактором, влияющим на инфляцию, является рост предложения денег – рост годового индекса предложения денег на 1% приводит к росту годового индекса потребительских цен на 0,6-0,8%;

существенную роль играет инерция – адаптивные инфляционные ожидания: рост годового индекса потребительских цен на 1% в предшествующем году приводит к росту цен в текущем году на 0,2%;

не получила подтверждение гипотеза о существенном влиянии внешних шоков (изменение цен на нефть, изменении ВВП в странах – торговых партнерах) на инфляцию (в нормальных (некризисных) условиях).

При рассмотрении влияния на инфляцию факторов, оказывающих влияние на изменение предложения денег, наиболее значимыми оказались либерализации цен и внешнеэкономическая либерализация: рост индекса либерализации цен на единицу снижает индекс потребительских цен на 13-15%, а рост индекса внешнеэкономической либерализации – на 20-30%; достаточно велико оказалось также влияние индекса реструктуризации предприятий, которая снижает необходимость поддержки низкорентабельных и убыточных предприятий: рост индекса реструктуризации на единицу приводит к снижению индекса потребительских цен на 13%.

Оценка влияния на инфляцию наиболее общих социально политических характеристик экономики: готовности к экономическим реформам, экономической и политической свободы, – показала, что ориентированность страны на экономические реформы к моменту начала реформ оказала существенное влияние на последовательность антиинфляционной политики, и в таких странах годовой индекс потребительских цен оказался на 10-20% ниже, чем в других странах.

Повышение уровня экономической свободы также является фактором, сдерживающим инфляцию: переход от «полной несвободы» к «полной свободе» означал бы снижение годового индекса потребительских цен на 12%, а для стран, не являющихся экспортерами энергоносителей – на 21%.

Аналогичные результаты были получены при оценке влияния политической

свободы на уровень инфляции: переход от «полной несвободы» к «полной свободе» означал бы снижение годового индекса потребительских цен на 14-17,6%.

Оценка влияния на инфляцию экономического неравенства и уровня политической свободы привела к следующему выводу: при высокой степени неравенства повышение степени политической свободы может привести к всплеску инфляции, однако для стран с переходной экономикой пороговое значение коэффициента Джини составляет 0,438 (для оценки уровня политической свободы «общим индексом свободы») и 0,545 (для оценки уровня политической свободы «индексом демократизации»). Таким образом, примерно в 75% случаев повышение уровня политической свободы в странах с переходной экономикой будет способствовать снижению инфляции.

Выявленные количественные различия для разных периодов времени и для разных группировок стран не противоречили общим результатам.

4. Макроэкономическая модель, основанная на одном из новейших направлений современной макроэкономической теории – «новом неоклассическом синтезе», основными содержательными элементами которого являются неоклассическая макроэкономика и теория реального делового цикла (межвременная оптимизация и рациональные ожидания в динамических макроэкономических моделях) и новая кейнсианская экономика (несовершенная конкуренция и положительные издержки корректировки цен) продемонстрировала свою «пригодность» при некоторой корректировке для анализа на ее основе переходной экономики.

Особенности модели для переходной экономики сводятся к следующему:

1) поведение домашних хозяйств:

- более высокая психологическая норма дисконтирования и, как следствие, выше процентная ставка – цена отказа от текущего потребления в пользу будущего потребления, что затрудняет инвестирование;

- более медленная реакция предложения труда на изменение реальной заработной платы, что снижает стимулы для роста предложения;

2) поведение фирм:

- в условиях большей неопределенности и более высокого инфляци-

онного потенциала фирмы стремятся быстро и как можно чаще изменять свои цены, что увеличивает предельные издержки изменения цен и создает стимулы для их дальнейшего повышения;

- если фирмы имеют возможность лишь периодически изменять свои цены, они стремятся сразу обеспечить такой уровень цен, который позволяет максимизировать прибыль в течение всего периода до следующей возможности изменения цен.

Это приводит к поддержанию более высокого инфляционного потенциала в переходной экономике по сравнению с рыночной экономикой.

Основной вывод из исследования инфляции в рамках «нового неоклассического синтеза» на основе новой модели *IS-LM* – важнейшим инструментом государственной экономической политики является денежная политика, а оптимальным режимом денежной политики – таргетирование инфляции: при отсутствии инфляционных шоков поддержание стабильного уровня цен (нулевой инфляции) обеспечивает равенство объема выпуска его потенциальному уровню; при наличии инфляционных шоков существует некоторый отличный от нуля темп инфляции, при котором будет соблюдаться равенство фактического и потенциального объема выпуска. Следовательно, соответствие совокупного спроса потенциальному объему выпуска будет обеспечиваться через поддержание некоторого целевого ориентира инфляции.

5. Исходя из основной цели денежной политики – обеспечения стабильности цен – центральные банки делают выбор между четырьмя основными режимами денежной политики для реализации поставленной цели: таргетированием валютного курса, таргетированием денежной массы, таргетированием инфляции и денежной политикой с неявным номинальным якорем. Каждый из них имеет свои преимущества и недостатки.

Режим таргетирования инфляции включает многие преимущества других режимов: как и режим таргетирования денежной массы он обеспечивает проведение самостоятельной денежной политики, реагируя на возможные шоки в национальной экономике, как и режим таргетирования валютного курса он понятен для

общественности. Этот режим характеризуется потенциальной гибкостью, которая содействует стабилизации экономики в случае колебаний совокупного спроса, а в случае шоков предложения допускается временное отклонение от целевого ориентира с объяснением причин.

6. Макроэкономическая модель таргетирования инфляции включает двух агентов: частный сектор и денежные власти (центральный банк). Поведение частного сектора характеризуется кривой Филипса с учетом ожиданий, в которой инфляция соотносится с ожидаемой инфляцией, уровнем экономической активности, измеряемой разрывом выпуска, и инфляционным шоком, учитывающим все остальные факторы, влияющие на инфляцию. Эта кривая определяет предложение в экономике.

Поведение денежных властей характеризуется кривой правила денежной политики, в которой инфляция соотносится с целевым ориентиром инфляции, разрывом выпуска и прочими факторами, кроме денежной политики, которые могут влиять на объем выпуска и, следовательно, на разрыв выпуска. Эта кривая определяет спрос в экономике.

В ситуации равновесия предельная выгода от приближения объема выпуска к его потенциальному уровню точно сбалансирована предельными издержками увеличения темпа инфляции. В случае нарушения равновесия вследствие того или иного шока последовательная политика центрального банка по поддержанию инфляции на уровне целевого ориентира обеспечивает восстановление равновесия.

Специфика переходной экономики связана с ее более высоким инфляционным потенциалом, более значительными положительными инфляционными шоками, бóльшей неустойчивостью экономики в целом.

7. Как и любое макроэкономическое явление, инфляция приносит как издержки, так и выгоды. Издержки инфляции разделяются на издержки прогнозируемой (ожидаемой) инфляции и на издержки непрогнозируемой (непредвиденной) инфляцию. В первом случае экономические агенты, во-первых, несут потери в связи с необоснованным завышением налогооблагаемого дохода; во-вторых, у них растут трансакционные издержки.

Издержки непредвиденной инфляции связаны с искажением информации, которую экономические агенты получают от системы цен. Результатом этого становится повышение рисков принимаемых решений (учитывается «инфляционный риск»), что ведет к росту процентных ставок и сдерживанию экономической активности. Повышение темпов инфляции, даже ожидаемой, ведет также к росту инфляционной неопределенности.

Социальные издержки инфляции связаны с инфляционным налогом – обесценением денежных средств, принадлежащих экономическим агентам, прежде всего домашним хозяйствам, а также с усилением неравномерности в распределении доходов и в уровне благосостояния.

В преддверии финансового кризиса средняя величина инфляционного налога на денежную базу (нижняя граница величины налога) составляла в странах с переходной экономикой 0,6-0,7% от ВВП (при разбросе от 0,08% до 1,74%), а средняя величина инфляционного налога на денежную массу (верхняя граница величины налога) – 1,7-1,9% от ВВП (при разбросе от 0,14% до 4,85%).

Выгоды инфляции связаны, главным образом, с получением государством своеобразного инфляционного налога – эмиссионного дохода от печатания денег – сеньоража. Величина сеньоража перед финансовым кризисом составляла в среднем 3,8% ВВП (при разбросе от 0,99% до 8,29%).

Некоторый уровень инфляции способствует перераспределению ресурсов между отраслями экономики: ресурсы устремляются в те сферы, где цены растут относительно быстрее.

Наконец, чрезмерно низкой инфляции соответствуют низкие процентные ставки, что снижает возможности центрального банка в проведении денежной политики.

В рамках подхода, основанного на «новом неоклассическом синтезе», оптимальный уровень инфляции - низкий положительный уровень инфляции. Специфические черты переходной экономики приводят к превышению оптимального уровня инфляции над его уровнем в индустриально развитых странах на 1-2,5%. Следовательно, диапазон оптимального уровня инфляции в странах с переходной

экономикой составляет 2-6,5%. Его конкретная величина зависит от особенностей экономики той или иной страны.

8. Страны с переходной экономикой применяют все возможные режимы денежной политики, при этом существует тенденция к выбору того или иного режима денежной политики в зависимости от размера экономики. Более крупные страны в наибольшей степени сориентированы на переход к режиму таргетирования инфляции, а малые страны в большинстве своем считают для себя более приемлемым таргетирование валютного курса в форме валютного правления. В обоих случаях существует по одному исключению: Молдова переходит к таргетированию инфляции, а Болгария с 1997 года строго следует режиму таргетирования валютного курса. Это может быть объяснено следующим: на выбор Молдовы, очевидно, повлияло использование таргетирования инфляции Румынией, с которой у Молдовы существуют не только экономические и политические, но многовековые культурные и этнические связи, а на выбор Болгарию повлияла финансовая катастрофа 1997 года; с целью недопущения ее в будущем и был выбран такой жесткий вариант денежной политики как валютное правление.

К другим факторам, повышающим вероятность выбора режима таргетирования инфляции, относятся развитие финансовой системы и повышение эффективности работы правительства.

9. Результативность антиинфляционной политики представляет собой способность денежной политики при различных режимах обеспечить наилучшую реализацию своей основной цели – обеспечения стабильного уровня цен.

При оценке результативности вследствие невозможности использования какого-то одного показателя «обеспечения стабильного уровня цен», были последовательно использованы следующие показатели: уровень инфляции, отклонение уровня инфляции от некоторого оптимального уровня, отклонение уровня инфляции от уровня инфляции в еврозоне, отклонение уровня инфляции от установленного целевого ориентира. При этом учитывалось также влияние таких факторов как инерционность инфляции, размер экономики, первоначальный уровень инфляции. Особое значение также придавалось тому факту, что при разных уровнях

инфляции антиинфляционная политика может иметь разную результативность: очевидно, что снизить инфляцию с 25% в год до 20% проще, нежели с 5% до 3%.

Проведенные расчеты показали, что во всех случаях режим таргетирования инфляции продемонстрировал более высокую результативность:

- среднегодовой индекс потребительских цен в странах с таргетированием инфляции на 5,2-6,9% ниже по сравнению со странами с другими режимами денежной политики (этот вывод сохранил свою справедливость при ограничении темпов инфляции даже однозначными значениями);

- при оценке результативности денежной политики по отклонению фактического уровня инфляции от некоторого «желательного» уровня результаты расчетов показали, что превышение фактическим уровнем инфляции ее «желательного» двухпроцентного уровня при таргетировании инфляции на 5,1-9,8% меньше, чем при других режимах денежной политики;

- оценка результативности антиинфляционной политики на основе сопоставления фактического уровня инфляции в странах с переходной экономикой и уровня инфляции в еврозоне привела к таким же выводам;

- оценка результативности антиинфляционной политики на основе отклонения фактического уровня инфляции от ее целевого ориентира показала, что последовательная работа, нацеленная на обеспечение выполнения целевого ориентира более успешна, нежели сочетание целевого ориентира инфляции и какой-либо иной цели денежной политики: отклонение фактического уровня инфляции от ее целевого ориентира (при таргетировании инфляции было на 1-2% меньше, нежели при установлении целевого ориентира инфляции в сочетании с иной целью денежной политики.

Режим таргетирования инфляции оказался более результативным и при оценке результативности антиинфляционной (денежной) политики по более сложному критерию – индексу нищеты (традиционному и модифицированному): в странах, его применяющих, индекс нищеты оказался ниже, чем в странах, применяющих другие режимы денежной политики.

10. Успешная антиинфляционная политика не является гарантией финансо-

вой стабильности. Политика, нацеленная на обеспечение финансовой стабильности – макропруденциальная политика, является самостоятельным элементом государственной экономической политики и не может быть заменена ни антиинфляционной политикой, ни денежной политикой вообще. Обеспечение финансовой стабильности является результатом общей финансовой дисциплины государства (отсутствия фискального доминирования) и эффективного макропруденциального регулирования. Попытки обеспечить финансовую стабильность за счет инструментов денежной политики сначала приведут к спаду производства, и лишь затем к воздействию на потенциальные «пузыри» на финансовых рынках.

Проведение антиинфляционной политики в условиях кризиса подтвердило высокую результативность таргетирования инфляции: за последние четыре года средний уровень инфляции во всех странах с переходной экономикой составил 7,1% в год, а в странах, применяющих таргетирование инфляции – только 4,7%, причем в странах, уже давно применяющих данный режим (Венгрия, Польша, Чехия), он был еще ниже – 4%. Достаточно успешно, с точки зрения уровня инфляции, прошли кризис малые страны, проводящие политику таргетирования валютного курса. У них средний уровень инфляции составил 5%. Однако для них был характерен всплеск инфляции до 14-15% в 2007-2008 годах.

Финансовый кризис указал на необходимость более гибкого применения режима таргетирования инфляции, более полного учета при прогнозировании и проведении политики таких ключевых макроэкономических переменных как объем выпуска, величина валютного курса, процентные ставки. При повышении риска возникновения ситуации финансовой нестабильности, допустимо даже некоторое повышение величины целевого ориентира инфляции для придания большей гибкости проводимой денежной политике.

Рекомендации для экономической политики России, вытекающие из проведенного исследования:

1. Необходима разработка программы перехода к наиболее результативному режиму антиинфляционной политики – таргетированию инфляции при постепенном ослаблении, но не полной отмене, контроля за валютным курсом.

2. При оценке перспектив внешнеэкономических связей с европейскими странами с переходной экономики необходимо учитывать, что они постепенно будут присоединяться к зоне евро.

3. При разработке каких-либо экономических программ или принятии нормативных актов необходимо проверять их на «*pro*-инфляционность» или «*contra*-инфляционность» и учитывать полученные результаты такой проверки при оценке перспектив реализации принятых решений.

Перспективы дальнейшей разработки темы возможны во многих направлениях, среди них наиболее актуальными являются:

1. «Эмпирическое» направление: появление новых статистических данных, совершенствование эконометрических методов оценки моделей позволит уточнить или скорректировать результаты, полученные в диссертационном исследовании.

2. Присоединение некоторых стран с переходной экономикой к зоне евро может дать материал для последующего включения в анализ результативности антиинфляционной политики еще одного типа антиинфляционной политики.

3. Интеграция в теорию нового неоклассического синтеза и в соответствующие модели компонентов политики поддержания финансовой стабильности.

4. Исследование влияния на инфляцию и на проводимую антиинфляционную политику изменений, происходящих на финансовых рынках. Наблюдения последних лет, демонстрирующие, в целом, отсутствие существенного влияния, нуждаются в теоретическом обосновании или опровержении.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Алексашенко, С. Кризис 2008: пора ставить диагноз / С. Алексашенко // Вопросы экономики. – 2008. – № 11. – С. 25-37.
2. Андриюшин, С. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России / С. Андриюшин, В. Бурлачков // Вопросы экономики. – 2008. – № 11. – С. 38-50.
3. Антиинфляционная политика: опыт стран Восточной Европы, КНР и СРВ. / В.М. Шаститко, Г.В. Аристов, П.И. Кулигин и др. – М.: Наука, 1991. – 136 с.
4. Афанасьев, М. Инфляция издержек и финансовая стабилизация / М. Афанасьев, О. Вите // Вопросы экономики. – 1995. – № 3. – С. 45-53.
5. Бажан, А. Особенности инфляции в СССР / А. Бажан // Вестник статистики. – 1990. – № 6. – С. 15-19.
6. База данных TransMONEE 2009 [Электронный ресурс]. Региональное отделение ЮНИСЕФ для ЦВЕ/СНГ, Geneva. 2009. Режим доступа: http://www.transmonee.org/downloads/RU/Tables_TransMONEE_RU-final.xls
7. Бальцеревич, Л. Макроэкономическая политика при переходе к рынку: опыт трех лет / Л. Бальцеревич, А. Гелб // МЭ и МО. – 1995. – №3. – С.100-117.
8. Баранов, А.О. Анализ факторов инфляции в России в годы экономических реформ / А.О. Баранов, И.А. Сомова // Проблемы прогнозирования. – 2009. – № 1. – С. 111-124.
9. Белоусов, Д. Монетарные и немонетарные факторы инфляции в российской экономике / Д. Белоусов, А. Клепач // Вопросы экономики. – 1995. – № 3. – С. 54-62.
10. Бияков, О.А. Теория экономического пространства: методологический и региональный аспекты / О.А. Бияков. – Томск: Изд-во Том. ун-та, 2004. – 152 с.
11. Боффингер, П. Экономика ортодоксальной монетарной стабилизации: пример России, Украины и Казахстана / П. Боффингер, Г. Фласбек, Л. Хофман // Вопросы экономики. – 1995. – № 12. – С. 26-44.

12. Бугаенко, Д.В. Особенности инфляционных процессов в советской экономике / Д.В. Бугаенко // Экономические проблемы совершенствования управления научно-техническим прогрессом (материалы конференции). – М.: ЦЭМИ, 1990. – С. 82-101.
13. Бузгалин, А. Либерализация versus модернизация / А. Бузгалин, А. Колганов // Вопросы экономики. – 1997. – № 8. – С. 38-56.
14. Вагенер, Х.-Ю. О политической экономии трансформации / Х.-Ю. Вагенер // Цель – рыночное хозяйство: Хозяйство и общество в процессе перехода от плана к рынку. Под ред. К. Херманн-Пиллат, О. Шлехта, Х.Ф. Вюнше. – М.: ВладДар, 1995. – С. 482-491.
15. Вдовиченко А.Г. Правила денежно-кредитной политики Банка России / А.Г. Вдовиченко, В.Г. Воронина. – М.: EERC, 2004. – 56 с.
16. Вихляев, А.А. Динамика цен и проблемы инфляции в социалистической экономике / А.А. Вихляев, Д.Ф. Шавишвили // Проблемы инфляции и дефляции. – М.: ИЭ АН СССР, 1989. – С. 3-54.
17. Волконский, В. Специфические источники инфляции в российской экономике / В. Волконский, Е. Гурвич // Политэконом. – 1996. – № 2. – С. 30-34.
18. Гельвановский, М.И. Инфляция в плановом хозяйстве / М.И. Гельвановский // Проблемы инфляции и дефляции. – М.: ИЭ АН СССР, 1989. – С. 121-143.
19. Глущенко, К.П. Инфляция «официальная» и «реальная» / К.П. Глущенко // ЭКО. – 2012. – № 3. – С. 71-94.
20. Годовой отчет Национального Банка Республики Казахстан за 2007 год. – Алматы, 2008. – 93 с.
21. Головнин, М.Ю. Развитие денежно-кредитной сферы в трансформационный период: Россия и страны Центральной и Восточной Европы / М.Ю. Головнин. – М.: Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2009. – 224 с.
22. Григорьев, Л. Финансовый кризис-2008: вхождение в мировую рецессию / Л. Григорьев, М. Салихов // Вопросы экономики. – 2008. – № 12. – С. 27-45
23. Гринберг, Р. Инфляция в социалистических странах: закономерности и особенности / Р. Гринберг // Вопросы экономики. – 1989. – № 9. – С. 67-76.

24. Гринберг, Р. Инфляция в переходных экономиках (к дискуссии о природе и способах регулирования) / Р. Гринберг // Политэконом. – 1996. – № 2. – С. 17-19.
25. Гринберг, Р.С. Инфляция и антиинфляционная политика в условиях рыночных реформ (опыт стран Центральной и Восточной Европы) / Р. Гринберг. – М.: ИМЭПИ РАН, 1996. – 186 с.
26. Гринберг, Р. Упрощенный диагноз чреват неверным решением / Р. Гринберг // Политэконом. – 1996. – № 2. С. 23-24
27. Делягин, М. Экономика неплатежей: Как и почему мы будем жить завтра / М. Делягин. – М.: Оригинал, 1997. – 396с.
28. Денежная и валютная политика Национального банка Молдовы на 2005 г. // [http:// www.bnm.org](http://www.bnm.org)
29. Денежная и валютная политика Национального банка Молдовы на 2008 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: // [http:// www.bnm.org](http://www.bnm.org)
30. Денежная и валютная политика Национального банка Молдовы на 2009 год. [Электронный ресурс] – 16 с. – Режим доступа: [http:// www.bnm.org](http://www.bnm.org)
31. Домбровский, М. Уроки реформ. Различные стратегии перехода рыночной экономике: как они осуществляются на практике / М. Домбровский. – М.: ЭИ, 1995. – 58 с.
32. Дробышевский, С.М. Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России / С.М. Дробышевский. – М.: Дело, 2011. – 392 с.
33. Дробышевский, С. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России / С. Дробышевский. – Научные труды ИЭППП. № 45Р. – М.: ИЭППП, 2002. – 157 с.
34. Ершов, М. Мировой финансовый кризис: год спустя / М. Ершов // Вопросы экономики. – 2009. – № 12. – С. 4-26.
35. Жуков, С. Казахстан, Кыргызстан, Узбекистан в социально-экономических структурах современного мира / С. Жуков // МЭ и МО. – 1997. – №5. – С. 45-60.

36. Заявление Национального банка Кыргызской Республики о денежно-кредитной политике на 2009 год [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http:// www.nbkr.kg](http://www.nbkr.kg)
37. Икес, Б. Инфляция в России: уроки для реформаторов / Б. Икес // Вопросы экономики. – 1995. – № 3. – С. 22-33.
38. Илларионов, А. Модели экономического развития и Россия / А. Илларионов // Вопросы экономики. – 1996. – № 7. – С. 4-18.
39. Илларионов, А. Природа российской инфляции / А. Илларионов // Вопросы экономики. – 1995. – № 3. – С. 4-21.
40. Илларионов, А. Существует ли трансформационная инфляция / А. Илларионов // Политэконом. – 1996. – № 2. – С. 21-22.
41. Инфляция и антиинфляционная политика в России. / Под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 256 с.
42. Инфляция и хозяйственный механизм: (80-е годы). – М.: Наука, 1993. – 296 с.
43. Иншаков, О.В. Экономическое пространство и пространственная экономика / О.В. Иншаков, Д.П. Фролов // Экономическая наука современной России. – 2005. – № 4. – С. 174-180.
44. Колодко, Г. Рецессия или упадок: особенности хозяйственного развития в постсоциалистических странах / Г. Колодко // Цель – рыночное хозяйство: Хозяйство и общество в процессе перехода от плана к рынку. Под ред. К.Херманн-Пиллат, О. Шлехта, Х.Ф. Вюнше. – М.: Владар, 1995. – С. 152-161.
45. Колодко, Г.В. От шока к терапии. Политическая экономия постсоциалистических преобразований / Г.В. Колодко. – М.: ЗАО «Журнал Эксперт», 2000. – 392 с.
46. Корнаи, Я. Дефицит / Я. Корнаи. – М.: Наука, 1990. – 607 с.
47. Корнаи, Я. От социализма к капитализму и обратно / Я. Корнаи // ЭКО. – 1999. – № 7. – С. 2-24.
48. Криворотов, Д. Инфляционное таргетирование / Д. Криворотов // Банкаўскі веснік, САКАВІК 2003. С. 32-38.

49. Кудрин, А. Инфляция: российские и мировые тенденции / А. Кудрин // Вопросы экономики. – 2007. – № 10. – С. 4-26.
50. Кудрин, А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию / А. Кудрин // Вопросы экономики. – 2009. – № 1. – С. 9-27.
51. Кузнецов, В.И. О пользе и вреде инфляции (к вопросу о ценовой реформе в СССР) / В.И. Кузнецов // Мировое хозяйство и советская экономика: шансы и иллюзии. – М.: Международные отношения. – 1990. – С. 291-317.
52. Кульман, А. Экономические механизмы / А. Кульман. – М.: Издательская группа «Прогресс», «Универс», 1993. – 192 с.
53. Левченко, Д.В. О таргетировании инфляции / Д.В. Левченко // Деньги и кредит. – 2001. – № 10. – С. 28-34.
54. Левченко, Д.В. Обзор денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой / Д.В. Левченко // Российская экономика в 2000 г.: тенденции и перспективы (Выпуск 22). Приложение 5. – М.:ИЭПП, 2001. – С. 312-331.
55. Лившиц, А. Неизвестная инфляция / А. Лившиц // Известия. – 2006. – 16 августа.
56. Малюгин, В.И. Система эконометрических моделей для анализа, прогнозирования и оценки вариантов денежно-кредитной политики / В.И. Малюгин, М.В. Пранович, Д.Л. Мурын, Д.Л. Калечиц. – Национальный банк Республики Беларусь. Исследования банка. 1[2] май 2005. – 41 с.
57. Манукян С.Г. О проблеме инфляции при социализме // Развитие системы производственных отношений социализма в условиях экономической реформы. М.: ИЭ АН СССР, 1989. С. 49-58.
58. Маркс, К. Капитал. Т. II / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. Т. 24. – 589 с.
59. Межгосударственный статистический комитет СНГ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.cisstat.com/](http://www.cisstat.com/)
60. Мероприятия, осуществленные в денежно-кредитном секторе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.cbu.uz /](http://www.cbu.uz/)

61. Моисеев, С.Р. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские проблемы / С.Р. Моисеев // Вопросы экономики. – 2000. – № 9. – С. 88-105.
62. Моисеев, С.Р. Инфляционное таргетирование. Теория, практика и возможности применения в развивающихся странах / С.Р. Моисеев // Банковское дело. – 1999. – №10. – С. 2-7.
63. Моисеев, С.Р. Критерии выбора инфляционного таргетирования / С.Р. Моисеев // Банковские услуги. – 2001. – № 10. – С. 14-21.
64. Моисеев, С.Р. Инфляционное таргетирование / С.Р. Моисеев. – М.: МаркетДС, 2004. – 112 с.
65. Монтеc, М.Ф. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и других странах / М.Ф. Монтеc, В.В. Попов. – М.: Дело, 1999. – 136 с.
66. Мусаев, Р.А. Формирование суверенной банковской системы России: возможность и необходимость / Р.А. Мусаев, С.А. Волков // Вестник Московского университета. – Серия 6: Экономика. – 2010. – № 4. – С. 85-95.
67. Народное хозяйство Республики Беларусь. 1995. Статистический ежегодник. – Минск, 1996. – 535 с.
68. Национальный банк Кыргызской Республики. Годовой отчет за 2004 год. – 200 с.
69. Национальный Банк Кыргызской Республики. Основные направления денежно-кредитной политики на 2008-2010 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.nbkr.kg/](http://www.nbkr.kg/)
70. Национальный Банк Республики Казахстан. Обзор инфляции 2 квартал 2004 года [Электронный ресурс]. – 25 с. – Режим доступа: <http://www.nationalbank.kz/>
71. Некипелов, А.Д. Опыт реформирования экономик стран Центральной и Восточной Европы / А.Д. Некипелов // Проблемы прогнозирования. – 1996. – № 6. – С. 139-149.
72. Нерушенко, И.Б. Теории инфляции и антиинфляционная политика: Критиче-

- ский анализ буржуазных концепций / И.Б. Нерушенко. – М.: Наука, 1986. – 159 с.
73. Нестеренко, А. Переходный период закончился. Что дальше? / А. Нестеренко // Вопросы экономики. – 2000. – № 6. – С. 4-17.
74. Никитин, С. Инфляция и возможности ее преодоления / С. Никитин // Экономист. – 1995. – №8. – С. 52-61.
75. Новожилов, В.В. Пределы инфляции / В.В. Новожилов // Экономическая газета. – 1989. – № 3-4.
76. Обзор экономического положения Европы в 1994-1995 годах. – Нью-Йорк, Женева: Организация Объединенных Наций, 1995. – 320 с.
77. Ослунд, А. Уроки экономических преобразований в странах Восточной Европы / А. Ослунд // Вопросы экономики. – 1994. – № 1. – С. 97-106.
78. Ослунд, А. Шоковая терапия в Восточной Европе и России / А. Ослунд. – М.: Республика, 1994. – 175 с.
79. Основные направления денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана на 2002-2004 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nationalbank.kz/>
80. Основные направления денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана на 2004-2006 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nationalbank.kz/>
81. Основные направления денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана на 2007-2009 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nationalbank.kz/>
82. Основные направления денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана на 2008-2009 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nationalbank.kz/>
83. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2004 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by>
84. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2005 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by>

85. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2007 год [Электронный ресурс]. – 27 с. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by>
86. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2008 год [Электронный ресурс]. – 25 с. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by>
87. Основные направления денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2009 год [Электронный ресурс]. – 6 с. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by>
88. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год // Вестник Банка России. – 1999. – № 76. – С. 3-40.
89. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 год // Вестник Банка России. – 2001. – № 1. – С. 3-41.
90. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год // Вестник Банка России. – 2002. – № 1. – С. 3-40.
91. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2003 год // Вестник Банка России. – 2002. – № 68. – С. 3-23.
92. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2004 год // Вестник Банка России. – 2003. – № 66. – С. 3-24.
93. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 год // Вестник Банка России. – 2004. – № 70. – С. 3-29.
94. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год // Вестник Банка России. – 2006. – № 66. – С. 8-26.
95. Перспективы развития мировой экономики. Апрель 2006. Глобализация и инфляция. Международный валютный фонд. 2006 [Электронный ресурс]. – 266 с. – Режим доступа: <http://www.imf.org>
96. Полтерович, В.М. Трансформационный спад в России / В.М. Полтерович // Экономика и математические методы. – 1996. – Том 32, вып. 1. – С. 54-69.
97. Попова, В.А. Товарно-денежная несбалансированность как основная причина инфляционных тенденций в экономике СССР / В.А. Попова // Цены и сбалансированное развитие экономики. – М.: ИЭ АН СССР, 1988. – С. 122-136.

98. Пребиш, Р. Периферийный капитализм: есть ли ему альтернатива? / Р. Пребиш. – М.: ИЛА РАН, 1992. – 337 с.
99. Проблемы антиинфляционной стратегии и политики в России // Деньги и кредит. – 1995. – № 2. – С. 26-31.
100. Прогноз основных направлений денежно-кредитной и валютной политики Республики Таджикистан на 2003 год [Электронный ресурс]. – 9 с. – Режим доступа: <http://www.nbt.tj>
101. Прогноз основных направлений денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2007 год [Электронный ресурс]. – 9 с. – Режим доступа: <http://www.nbt.tj>
102. Прогноз основных направлений денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2008 год [Электронный ресурс]. – 7 с. – Режим доступа: <http://www.nbt.tj>
103. Прогноз денежно-кредитной политики Республики Таджикистан на 2009 г. [Электронный ресурс]. – 7 с. – Режим доступа: <http://www.nbt.tj>
104. Пугачев, В. Инфляция в технологически отсталой и монополизированной экономике (концепция, моделирование, методы борьбы) / В. Пугачев, А. Пителин // Экономика и математические методы. – 1995. – Т. 31, вып. 1. – С. 30-55.
105. Пугачев, В. Российская инфляция: трактовка, моделирование, методы борьбы / В. Пугачев, А. Пителин // Вопросы экономики. – 1995. – № 11. – С. 55-73.
106. Райская, Н.Н. Инфляционные процессы в России (1992-1999 гг.): тенденции, факторы / Н.Н. Райская, Я.В. Сергиенко, А.А. Френкель. – М.: ЗАО "Финстатинформ", 2001. – 151 с.
107. Ракитская, Г. Общественно-экономические стратегии в современной России / Г. Ракитская // Вопросы экономики. – 1996. – № 8. – С. 86-98.
108. Ратновский, Л. Потери от инфляции в России / Л. Ратновский // Вопросы экономики. – 2002. – № 2. – С. 49-60.
109. Робинсон, Дж. Экономическая теория несовершенной конкуренции / Дж. Робинсон. – М.: Прогресс, 1986. – 472 с.

110. Российский статистический ежегодник: Стат. сб./ Госкомстат России. – М., 1997. – 749 с.
111. Россия в мировой экономике начала 90-х годов. – М.: ИМЭМО, 1995. – 60 с.
112. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям (темпы экономического роста и темпы инфляции) // Вопросы экономики. – 1995. – № 12. – С. 104-115.
113. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям (дефицит государственного бюджета и кредит денежных властей центральному правительству) // Вопросы экономики. – 1996. – № 1. – С. 111-121.
114. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям (экспортная и импортная квоты) // Вопросы экономики. – 1996. – № 4. – С. 115-125.
115. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям (коэффициент монетизации и скорость денежного обращения) // Вопросы экономики. – 1996. – № 12. – С. 140-151.
116. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям (объем ВВП, ВВП на душу населения) // Вопросы экономики. – 1997. – № 10. – С. 142-158.
117. Смирнов, А.Д. Лекции по макроэкономическому моделированию / А.Д. Смирнов. – М.:ГУ ВШЭ. – 351 с.
118. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках. – М.: ИЭППП, 2003. – 244 с.
119. Стратегия денежной политики Национального банка Молдовы на 2010- 2012 годы [Электронный ресурс]. – 9 с. – Режим доступа: <http://www.bnm.md>
120. Суслов, Н.И. Тенденции соотношения цен на энергоносители: ретроспективный анализ / Н.И. Суслов, Н.В.Черная // Регион: экономика и социология. – 2010. – № 4. – С. 264-274.
121. Суэтин, А. О причинах современного финансового кризиса / А. Суэтин. // Вопросы экономики. – 2009. – № 1. – С. 40-51.

122. Текущая ситуация в денежно-кредитной сфере и основные направления монетарной политики на 2009 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbu.uz>
123. Уайт, У. Современная макроэкономическая теория идет по неправильному пути / У. Уайт // Финансы и развитие. – 2009. – Декабрь. – С. 15-18.
124. Укреплением курса нацвалюты обеспокоен Президент РК [Электронный ресурс] // Профессионал. – № 32. – 2004. – 6 августа. – Режим доступа: <http://www.interfax.kz>
125. Улюкаев, А. Переход (о политико-экономических проблемах системной трансформации в России) / А. Улюкаев // Вопросы экономики. – 1996. – № 10. – С. 4-22.
126. Улюкаев, А. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ / А. Улюкаев, С. Дробышевский, П. Трунин // Вопросы экономики. – 2008. – № 1. – С. 46-58.
127. Феоктистов, Б.С. Инфляционные процессы в СССР: характер, проявления, тенденции развития // Ценообразование в социалистическом хозяйстве. М.: ИЭ АН СССР, 1989. С. 137-151.
128. Фетисов, Г.Г. К использованию немонетарных факторов антиинфляционной политики / Г.Г. Фетисов // Российский экономический журнал. – 2011. – № 6. – С. 32-45.
129. Фридман, М. Основы монетаризма /М. Фридман. – М.: ТЕИС, 2002. – 175 с.
130. Цель – рыночное хозяйство: Хозяйство и общество в процессе перехода от плана к рынку. Под ред. К.Херманн-Пиллат, О. Шлехта, Х.Ф. Вюнше. – М.: ВладДар, 1995. – 603 с.
131. Цены в России. 2002: Стат. сб./Госкомстат России. – М., 2002. – 171 с.
132. Цыплаков, А.А. Означает ли низкая инфляция меньшую неопределенность / А.А. Цыплаков. – М.: РПЭИ, 2000. – 35 с.
133. Чемберлен, Э. Теория монополистической конкуренции / Э. Чемберлен. – М.: Экономика, 1996. – 351 с.

134. Черноокий, В. Модель инфляционных процессов в Республике Беларусь / В. Черноокий. // Национальный банк Республики Беларусь. Исследования банка. – 1/2004. – 38 с.
135. Шахнович, Р.М. Основы макроэкономической теории: учебное пособие / Р.М. Шахнович. – Новосибирск: НГУ, 1992. – 163 с.
136. Шахнович, Р.М. Особенности инфляционных процессов в социалистических странах / Р.М. Шахнович. – Новосибирск: НГУ, 1990 – 36 с.
137. Шахнович, Р.М. Влияние на инфляцию роста политических свобод в условиях экономического неравенства (подходы к построению модели) / Р.М. Шахнович // Использование экономико-математических методов в науке, управлении и образовании. Сборник материалов международной научно-практической конференции. – Новосибирск: СибУПК, 2009. – С.329-333
138. Шевцова, Э.А. Причины и факторы инфляционного процесса в СФРЮ / Э.А. Шевцова // Вестник Московского университета. Сер.6, экономика. – 1990. – № 6. – С. 44-54.
139. Шимон, Д. Инфляция в условиях реформы / Д. Шимон // Вопросы экономики. – 1989. – № 6. – С. 63-74.
140. Экономика Узбекистана. Статистико-аналитический обзор. Годовой выпуск, 2002. –Ташкент: ЦЭЭП, 2003. – 93 с.
141. Экономика Узбекистана. Аналитический бюллетень январь-март 2005 года. – Ташкент: ЦЭИО, 2005. – 99 с.
142. Явлинский, Г. Экономика России: наследство и возможности / Г. Явлинский. – М.: ЭПИцентр, 1995. – 142 с.
143. Атанасов, Б. Моделиране и прогнозиране на инфлацията в България / Б. Атанасов // Икономика. – 1996. – Октябрь. – С. 22-24.
144. 2004 Index of Economic Freedom. – Washington DC. Heritage Foundation and Dow Jones & Company, Inc., 2004. – 442 p.
145. 2007 Index of Economic Freedom. – Washington DC. Heritage Foundation and Dow Jones & Company, Inc., 2004. – 408 p.

146. Achieving Low Inflation in Transition Economies // IMF Survey March 24, 1997. – P. 86 – 88.
147. Adolfson, M. Optimal Monetary Policy In An Operational Medium-Sized DSGE Model / M. Adolfson, S. Laséen, J. Lindé, L.E.O.Svensson. – NBER Working Paper No 14092. – 2008. – 55 p.
148. Agreement between the National Bank of Serbia and the Government of the Republic of Serbia on Inflation Targeting [Электронный ресурс]. – 6 p. – Режим доступа: [http:// www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)
149. Akerlof, G.A. The Macroeconomics of Low inflation /G.A. Akerlof, W.T. Dickens, G. Perry // Brookings Papers on Economic Activity. – 1996. –Vol. 1. – P. 1-59.
150. Akerlof, G.A. Near-rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve / G.A. Akerlof, W.T. Dickens, G. Perry // Brookings Papers on Economic Activity. – 2000. – Vol. 1. – P. 1-60.
151. Alesina, A.F. The Politics of Monetary Policy / A.F. Alesina, S. Andrea. – NBER Working Paper No 15856. – 2010. – 58 p.
152. Angresano, J. Poland After the Shock / J. Angresano // Comparative Economics Studies. – Vol. 38. – No 2/3 Summer/Fall – 1996. – P. 87-111.
153. Annual Report. Business Report and Financial Statements of the National Bank of Hungary for 2001. – 85 p.
154. Annual Report. Business Report and Financial Statements of the Magyar Nemzeti Bank 2004. – 95 p.
155. Annual Report of the National Bank of Ukraine for 2007. – 188 p.
156. Azerbaijan National Bank's Monetary and Exchange Rate Policy Statement for 2002 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nba.az>
157. Bailey, M.J. The Welfare Costs of Inflationary Finance / M.J. Bailey // Journal of Political Economy. –1956. – Vol. 64 (2), Apr. – P.93-110
158. Ball, L. Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty? / L. Ball // Journal of Monetary Economics. – 1991. – Vol. 29. – P. 371–388.

159. Ball, L. Does Inflation Targeting Matter? / L. Ball, N. Sheridan. – IMF Working Paper. – 2003. – WP 03/129. – 34p.
160. Baltagi, B.H. Econometric Analysis of Panel Data / B.H. Baltagi. – NY: John Wiley & Sons, 1995. – 258 p.
161. Bank for International Settlements. 80th Annual Report. 2010. – 206 p.
162. Bank of Albania. Annual Report 1999 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.bankofalbania.org](http://www.bankofalbania.org)
163. Bank of Albania. Annual Report 2003 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.bankofalbania.org](http://www.bankofalbania.org)
164. Bank of Albania. Annual Report 2004 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.bankofalbania.org](http://www.bankofalbania.org)
165. Bank of Lithuania in Brief. Vilnius, 2002. – 11p.
166. Bank of Slovenia. Annual Report 1996. Ljubljana, June 1997. - 60 p.
167. Bank of Slovenia. Annual Report, year 1997. - 74 p.
168. Bank of Slovenia. Annual Report, Year 2000. - 105 p.
169. Barro, R.J. Money, Employment and Inflation / R.J. Barro, H.I. Grossman. – Cambridge: Cambridge University Press. 1976. – 266 p.
170. Baum, C.F. An Introduction to Modern Econometrics Using Stata/ C.F. Baum. – College Station: Stata Press, 2006. – 341 p.
171. Bean, C. The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction [Электронный ресурс] / C. Bean. Schumpeter Lecture. Annual Congress of the European Economic Association. Barcelona, 25 August 2009. – 32 p. – Режим доступа: [http:// www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
172. Beck, N. What To Do (and Not To Do) with Time-Series Cross-Section Data / N. Beck, J.N. Katz // American Political Science Review. –1995. Vol. 89. – P. 634–647.
173. Beck, S. Inflation and the Bulgarian Currency Board / S. Beck, J.B. Miller, M.Saad. – BNB Discussion Papers. – DP/31/2003. – 32 p.

174. Berg, C. Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience / C. Berg // Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies. – International Monetary Fund. –2000. – P. 28-36.
175. Bernanke, B.S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?/ B.S. Bernanke, F.S. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. –1997. – Vol. 11. – No 2. – P. 97-116.
176. Bernanke, B.S. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience/ B.S. Bernanke, T. Laubach, F.S. Mishkin, A.S. Posen. – Princeton: Princeton University Press, 1999. – 382 p.
177. Besimi, F. The Role of the Exchange Rate Stability in A Small and Open Economy: the Case of the Republic of Macedonia / F. Besimi. – National Bank of the Republic of Macedonia. –Working Paper No 10. – 2004. – 18 p.
178. Bishev, G. Monetary Policy and Transition in Southeast Europe / G. Bishev. – National Bank of the Republic of Macedonia – Working Paper No.8. – Skopje, 1999. – 31 p.
179. Blanchard, O. Is There a Core of Usable Macroeconomics? / O. Blanchard // American Economic Review. – Vol. 87, No 2. – Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meetings of the American Economic Association (May, 1997). – P. 244-246.
180. Blanchard, O. Rethinking Macroeconomic Policy / O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro. – IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/03. – 18 p.
181. Blaszkievicz, M. Some Benefits of Reducing Inflation in Transition Economies / M. Blaszkievicz, J. Konieczny, A. Myslinska, P. Wozniak. 2003. – 32 p.
182. Bleaney, M. The Disappearing Openness-Inflation Relationship: A Cross-Country Analysis of Inflation Rates / M. Bleaney. – IMF Working Papers. – 1999. – WP/99/161 – 16 p.
183. Blinder, A.S. Is There a Core of Practical Macroeconomics That We Should all Believe? / A.S. Blinder //American Economic Review. – Vol. 87, No 2. – Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meetings of the American Economic Association (May, 1997). – P. 240-243.

184. Borio, C. Towards an Operational Framework for Financial Stability: «Fuzzy» Measurement and Its Consequences / C. Borio, M. Drehmann. – BIS Working Papers. –2009. – No 284. – 44 p.
185. Brada, J.C. The End of Moderate Inflation In Three Transition Economies? / J.C. Brada, A.M. Kutan. – ZEI Working Paper. – 1999. – B 21. – 29 p.
186. Braumann, B. High Inflation and Real Wages / B. Braumann // IMF Staff Papers. – 2004. – Vol. 51. No.1. – P. 123-147.
187. Braun, R.A. How Large Is the Optimal Inflation Tax? / R.A. Braun // Journal of Monetary Economics. – 1994. –Vol. 34. – P. 201-214.
188. Brémond, J. Dictionnaire économique et social / J. Brémond, A. Geledan. – P.: Hatier, 1981. – 392 p.
189. Brucháèová, A. Comparison of the Economic and Monetary Development of Slovakia, the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovenia/ A. Brucháèová. – Institute of Monetary and Financial Studies of the NBS. – Bratislava, 2000. – 28 p.
190. Bulgarian National Bank. Annual Report. 1997. – 186 p.
191. Bulgarian National Bank. Annual Report. 2004. – 170 p.
192. Bulir, A. Income Inequality: Does Inflation Matter? / A. Bulir // IMF Staff Papers. – 2001. – Vol. 48. No.1. – P. 139-159.
193. Calomiris, C.W. The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation / C.W. Calomiris, G. Gorton. // Financial Markets and Financial Crises. – University of Chicago Press, Chicago, 1991. – P. 109-173.
194. Calvo, G. Staggered Prices in Utility-Maximizing Framework / G. Calvo // Journal of Monetary Economics. – 1983. – Vol. 12. September. – P. 383-398.
195. Carare, A. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting / A. Carare, A. Schaechter, M. Stone, N. Zelmer. – IMF Working Paper. – 2002. – WP/02/102 – 38 p.
196. Carare, A. Inflation Targeting Regimes / A. Carare, M. Stone. – IMF Working Paper. – 2003. –WP/03/9 – 36 p.

197. Cecchetti, S.G. Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework / S.G. Cecchetti, H. Genberg, S. Wadhvani. – NBER Working Paper – No. 8970. – 2002. – 22 p.
198. Central Bank of Bosnia and Herzegovina. Annual report. 2004. – 135 p.
199. Central Statistical Office of Poland [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.stat.gov.pl>.
200. Centralna banka Bosne i Hercegovine. Godisnjiini izvjestaj. 1999. – 46 s.
201. Clarida, R. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler // Journal of Economic Literature. – 1999. – Vol. 37. – P.1661-1707.
202. Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework [Электронный ресурс] // International Monetary Fond – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/>
203. Cottarelli, C. Nonmonetary Determinants of Inflation: Panel Data Study / C. Cottarelli, V. Griffiths, R. Moghadam. – IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/23. – 29 p.
204. Christoffersen, P. Is inflating targeting feasible in Poland? / P. Christoffersen, S. Torsten, R. Wescott. // Economics of Transition. – Vol. 9 (1). – 2001. – P. 153-174.
205. Christoffersen, P. Is Poland Ready for Inflation Targeting? / P. Christoffersen, R. Wescott. – IMF Working Paper – 1999. – WP/99/41. – 29 p.
206. Croatian National Bank. Annual Report 2003. – 253 p.
207. Croatian National Bank Bulletin. 105. Quarterly Report, Zagreb. June 2005. – 106 p.
208. Cukierman, A. Seigniorage and Political Instability / A. Cukierman, S. Edwards, G. Tabellini // American Economic Review. – 1992. – Vol. 82. No. 3. – P. 537-55.
209. Cukierman, A. A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information / A. Cukierman, A. Meltzer // Econometrica. – 1986. – Vol. 54. – P. 1099-1128.
210. Dabrowski, M. Inflation and Monetary Policy in Russia: Transition Experience and

- Future Recommendations / M. Dabrowski, W. Paczynski, L. Rawdanowicz. – Russian-European Centre for Economic Policy. – Working Paper Series. – July 2001. – 46 p.
211. De Carvalho Filho, I. Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment / I. De Carvalho Filho. – IMF Working Paper. – 2010. – WP 10/45. – 22 p.
212. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework [Электронный ресурс]. // International Monetary Fond – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2005/eng/1205.htm>
213. De Melo, M. From Plan to Market: Patterns of Transitions / M. De Melo, C. Denizler, A. Gelb. – World Bank Policy Research Working Paper. – 1996. – No 1564. – 70 p.
214. Debelle, G. Inflation Targeting in Practice / G. Debelle. – IMF Working Paper. – 1997. – WP 97/35. – 32 p.
215. Del Negro, M. 99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom across U.S. States / M. Del Negro, C. Otrok // Journal of Monetary Economics. – 2007. – Vol. 54(7). – P. 1962 – 1985
216. Desai R.M., Olofsgård A., Yousef T.M. Democracy, Inequality, and Inflation / R.M. Desai, A. Olofsgård, T.M. Yousef. // American Political Science Review. – Vol. 97. No 3. – August 2003. – P. 391- 406.
217. Di Tella, R. The Macroeconomics of Happiness. The Labour Market Consequences of Technical and Structural Change / R. Di Tella, R. MacCulloch, A. Oswald. – Discussion Papers Series No 19. – University of Oxford. Institute of Economics and Statistics. – 1997. – 38 p.
218. Dibooglu, S., Kutan A.M. Sources of Real Exchange Rate Fluctuations in Transition Economies: The Case of Poland and Hungary / S. Dibooglu, A.M. Kutan. – ZEI Working Paper. – 2000. – B00-14. – 40 p.
219. Dittmar, R. What Do New-Keynesian Phillips Curves Imply for Price-Level Targeting? / R. Dittmar, W.T. Gavin // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2000. – March/April. – P. 21-30.
220. Dittmar, R. The Inflation-Output Variability Tradeoff and Price-Level Targets /

- R. Dittmar, W.T. Gavin, F.E. Kydland // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 1999. – January/February. – P. 23-31.
221. Dotsey, M. Implementation of Optimal Monetary Policy / M. Dotsey, A. Hornstein // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. – Volume 92/2. – Spring 2006. – P. 113-133.
222. Drazen, A. Political Economy in Macroeconomics / A. Drazen. – Princeton, NJ: Princeton University Press. 2000. – 775 p.
223. Easterly, W. Inflation and the Poor / W. Easterly, S. Fisher. // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2001. – Vol. 33, No 2. – P. 160-178.
224. Edge, R.M. The Sources of Fluctuations in Residential Investment: A View from a Policy-Oriented DSGE Model of the U.S. Economy / R.M. Edge, M.T. Kiley, J-P. Laforte. – Division of Research and Statistics, Federal Reserve Board. 2008 – 45 p.
225. Edgeworth, F.Y. The Mathematical Theory of Banking / F.Y. Edgeworth // Journal of Royal Statistical Society. – 1888. – Vol. 61. – P. 113-127.
226. European Bank for Reconstruction and Development [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ebrd.org>
227. Eurostat [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/>
228. Evans, M. Discovering the Link Between Inflation Rates and Inflation Uncertainty / M. Evans // Journal of Money, Credit and Banking. – 1991. – Vol. 23. – P. 169–184.
229. Fabris, N. Economic Policy in Dollarized Economies with A Special Review of Montenegro / N. Fabris, D. Vukajlović-Grba, T. Radunović, J. Janković. – Central Bank of Montenegro Working Paper 1. – Podgorica, 2004. – 41 p.
230. Filer, R.K. Output Changes and Inflationary Bias in Transition / R.K. Filer, J. Hanousek // Economic Systems. – 2000. – Vol. 24. – P. 285-294.
231. Filer, R.K. Survey-based Estimates of Biases in Consumer Price Indices during Transition: Evidence from Romania / R.K. Filer, J. Hanousek. // Journal of Comparative Economics. – 2002. – Vol. 30. – P. 476-487.

232. Filer, R.K. Inflationary Bias in Mid to Late Transition Czech Republic /R.K. Filer, J. Hanousek. // Economic Systems. – 2003. – Vol. 27. – P. 367-376.
233. Filer, R.K. Substitution Biases in Price Indexes during Transition /R.K. Filer, J. Hanousek. // Statistical Journal. – 2004. – Vol. 21. No 2. – P. 153-163.
234. Fisher, S. Seigniorage and the Case for a National Money / S. Fisher // Journal of Political Economy. – 1982. – Vol. 90. No 2 (April). – P. 295-313.
235. Fisher, S. Stabilization and Growth in Transition Economy: Early Experience / S. Fisher, R. Sahay, C. Vegh. // Journal of Economic Perspectives. – 1996. – Vol. 10. No 2. – P. 45-66.
236. Fisher, S. Should Governments Learn to Live with Inflation? / S. Fisher, L. Summers. // AEA Papers and Proceedings – Vol. 79. No. 2 – Applied Principles to Guide Macroeconomic Policy – 1989, May. – P. 382-387.
237. Frankel, G.A. No Single Currency Regime is Right for all Countries or at All Times / G.A. Frankel. – NBER Working Paper No 7338. – 1999. – 41 p.
238. Freedman, C. Why Inflation Targeting? / C. Freedman, D. Laxton. – IMF Working Paper. – 2009. WP/09/86 – 25 p.
239. Freedom in the World 2001-2002: The Annual Survey of Political Rights and Civil Liberties. – Freedom House: Transaction Publishers. 2002. – 740 p.
240. Freedom in the World 2003: The Annual Survey of Political Rights and Civil Liberties. – Freedom House: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. 2003. – 720 p.
241. Freedom in the World 2004: The Annual Survey of Political Rights and Civil Liberties. – Freedom House: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. 2004. – 752 p.
242. Freedom in the World 2005: The Annual Survey of Political Rights and Civil Liberties. – Freedom House: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. 2005. – 800 p.
243. Freedom in the World 2006: The Annual Survey of Political Rights and Civil Liberties. Freedom House: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. 2006. – 920 p.
244. Freedom in the World 2007: The Annual Survey of Political Rights and Civil Liberties. – Freedom House: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. 2007. – 1020 p.
245. Friedman, B.M. Monetary Policy / M. Friedman. – NBER Working Paper 8057. – 2000. – 34 p.

246. Friedman, M. The Role of Monetary Policy / M. Friedman // *American Economic Review*. – 1968. – March. – P. 1-17.
247. Friedman, M. Nobel Lecture: Inflation and Unemployment / M. Friedman // *Journal of Political Economy*. – 1977. – Vol. 85. – P. 451-472.
248. Friedman, M. The Optimum Quantity of Money / M. Friedman // *The Optimal Quantity of Money and Other Essays*. – Chicago: Aldine, 1969. – P. 1-50.
249. Frisch, H. *Theories of Inflation* / H. Frisch. – London: Cambridge University Press, 1984. – 272 p.
250. General principles of the Estonian monetary system [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.eestipank.info](http://www.eestipank.info)
251. Georgia: Fifth Review Under the Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility and Request for Waiver of a Performance Criterion. – IMF Country Report – No. 07/107. – March 2007. – 68 p.
252. Giannoni, M.P. How Forward-Looking Is Optimal Monetary Policy? / M.P. Giannoni, M. Woodford. // *Journal of Money, Credit and Banking*. – Vol. 35, No. 6, Part 2: Recent Developments in Monetary Economics. – (Dec., 2003). – P. 1425-1469.
253. Goodfriend, M. Inflation Targeting in the United States? / M. Goodfriend. – NBER Working Paper No 9981. – 2003. – 27 p.
254. Goodfriend, M. Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer / M. Goodfriend // *International Finance*. – 2002. 5 (2). – P. 165-191.
255. Goodfriend, M. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy / Goodfriend M., R.G. King // *NBER Macroeconomic Manual 1997*. – Cambridge, Mass.: MIT Press, 1997. – P. 231-282.
256. Gordon, R.J. The Time-varying NAIRU and its Implications for Economic Policy / R.J. Gordon. // *Journal of Economic Perspectives*. – 1997. – Vol. 11. № 1. – P. 11-32.
257. Gottschalk, J. Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland? / J. Gottschalk, D. Moore. // *Journal of Comparative Economics of Transition*. – 2001. – Vol 29. – P. 24-29.

258. Greene, W.H. *Econometric Analysis* / W.H. Greene. – 4th ed. – NJ: Prentice Hall International Inc., 2000. – 1004 p.
259. Groshen, E.L. *Identifying Inflation's Grease and Sand Effects in the Labor Market* / E.L. Groshen, M.E. Schweitzer. // *The Costs and Benefits of Price Stability*. – University of Chicago Press, 1999. – P. 273-308.
260. Hagelmayer, I. *The Causes of Inflation in Hungary and the Prospects for its Reduction* / I. Hagelmayer // *Acta Oeconomica*. – 1987. – No 1-2. – P. 1-15.
261. Hall, R.E. *Nominal Income Targeting* / R.E. Hall, N.G. Mankiw. // *Monetary Policy*. – Chicago: University of Chicago Press. 1994. – P. 71-94.
262. Hammermann, F. *What Explains Persistent Inflation Differentials Across Transition Economies?* / F. Hammermann, M. Flanagan. – IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/189. – 34 p.
263. Hansen, A. *Study in the Theory of Inflation* / A. Hansen. – London. Allen & Unwin, 1951. – 262 p.
264. Hansen, A.H. *Monetary Theory and Fiscal Policy* / A.H. Hansen. – New York: McGraw-Hill, 1949. – 236 p.
265. Havrylyshyn, O. *Avoid Hubris but Acknowledge Successes. Lessons from post-communist transition* / O. Havrylyshyn. // *Finance & Development*. – September. 2004. – P. 38-41.
266. Hess, G.D. *The Long-Run Costs of Moderate Inflation* / G.D. Hess, C.S. Morris. // *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. – Second Quarter. – 1996. – P. 71-88.
267. Heston, A. *Penn World Table Version 6.3* / A. Heston, R. Summers, B. Aten. – Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, August 2009 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://pwt.econ.upenn.edu/>
268. Hicks, J.R. *Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation* / J.R. Hicks // *Econometrica*. – Vol. 7. – 1937. – P. 147–159.

269. Horvath, J. Exchange Rate Regimes in the Transition Economies: Case Study of the Czech Republic: 1990-1997 / J. Horvath, J. Jonas. – ZEI Working Paper. – 1998. – B98-11. – 40 p.
270. Iacoviello, M. Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model / M. Iacoviello, S. Neri // *American Economic Journal: Macroeconomics*. – 2010. – Vol 2(2). – P. 125–164.
271. IMF World Economic Outlook [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/>
272. Inflation Report January 2001. CNB. 2001. – 83 p.
273. Inflation Report July 2001. CNB. 2001. – 68 p.
274. Inflation Targeting [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cnb.cz>
275. Inflation Targeting – launch of the first quarterly Inflation Report [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bnro.ro/>
276. Inflation Targeting in Practice Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies / M.I. Blejer, A. Ize, A.M. Leone, S. Werlang eds. – International Monetary Fund. 2000. – 94 p.
277. International Financial Statistics [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imfstatistics.org/imf/>
278. International Monetary Fund [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org>
279. Ito, T. Inflation Targeting and Japan: Why Has the Bank of Japan Not Adopted Inflation Targeting? / T. Ito – NBER Working Paper – No 10818. – 2004. – 47 p.
280. Janger, J. The Relationship between Competition and Inflation / J. Janger, P. Schmidt-Dengler // *The Oesterreichische Nationalbank Monetary Policy & the Economy. Quarterly Review of Economic Policy*. – Q 1/10. – P. 53-65.
281. Jarocinski, M. House Prices and the Stance of Monetary Policy / M. Jarocinski, F.R. Smets // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. – 2008. – Vol. 90(4) – P. 339–365.
282. Jonas, J. Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects / J. Jonas, F.S. Mishkin. – NBER Working Paper – No 9667. – 2003. – 60 p.

283. Kam, C.D. Modeling and Interpreting Interactive Hypotheses in Regression Analysis / C.D. Kam, R.J. Franzese, Jr. – Ann-Arbor: University of Michigan Press. 2007. – 168 p.
284. Kaufmann, D. Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2008 / D. Kaufmann, A. Kraay, M. Mastruzzi. – World Bank Policy Research Working Paper. – 2009. – No. 4978 – 103 p.
285. Keller, P.M. Nominal Anchors in the CIS / P.M. Keller, T. Richardson. – IMF Working Paper. – 2003. – WP 03/179. – 42 p.
286. Keynes, J.M. How to Pay for the War: a Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer / J.M. Keynes. – London: Macmillan. 1940. – 88 p.
287. Khan, A. Optimal Monetary Policy / A. Khan, R.G. King, A.L. Wolman. // The Review of Economic Studies. – Vol. 70, No. 4. – (Oct., 2003). – P. 825-860.
288. Kibritçioğlu, A. Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation / A. Kibritçioğlu // Inflation and Disinflation in Turkey. Ed. by Kibritçioğlu A., L. Rittenberg, and F. Selcuk. – Aldershot: Ashgate, 2002. – P. 43-76.
289. Kimball, M.S. The Quantitative Analytics of the Basic Neomonetarist Model / M.S. Kimball // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1995. – Vol. 27. – P. 1241-1289
290. King, M. No Money, No Inflation – The Role of Money in the Economy / M. King // Bank of England Quarterly Bulletin. – Summer 2002, 42(2). – P. 162-177.
291. King, R.G. The New IS-LM Model: Language, Logic, and Limits / R.G. King // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly – Volume 86/3 – Summer 2000. – P.45-103
292. Kiss, G. The Optimal Rate of Inflation in Hungary/ G. Kiss, J. Krekó. – MNB Background Studies. –1/2004. – 32 p.
293. Kolodko, G.W. Polska w swiecie inflacji / G.W. Kolodko. –W-wa: Ksiazka i Wiedza, 1987. – 312 p.
294. Kominkova, Z. Monetary and exchange rate policy in Slovakia / Z. Kominkova [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.nbs.sk/](http://www.nbs.sk/)

295. Kopits, G. Implication EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe / G. Kopits. – IMF Working Paper. – 1999. – WP 99/9. – 41 p.
296. Korhonen, I. Currency Boards in the Baltic Countries: What have we learned? / I. Korhonen. – Bank of Finland. Institute for Economies in Transition. – BOFIT Discussion Papers. – 1999. – No 6. – 40 p.
297. Krause, S. Measuring Monetary Policy Efficiency in European Union Countries: The Pre-EMU Years / S. Krause. – Working Paper 03-11. – Department of Economics, Emory University, 2004. – 35 p.
298. Krause, S. Financial Development and Monetary Policy Efficiency / S. Krause, F. Rioja. – Working Paper 06-13. – Department of Economics, Emory University, 2006. – 30 p.
299. Krzak, M. Is Direct Inflation Targeting an Alternative for Central Europe? The Case of Czech Republic and Poland / M. Krzak, H. Ettl // The Oesterreichische Nationalbank. – Focus on Transition. – 1/1999. – P. 28-59.
300. Kumar, M.S. Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options / M.S. Kumar, T. Baig, J. Decressin, C. Faulkner-MacDonagh, T.N. Feyzioglu. – IMF Occasional Paper. – 2003. – No 221. – 67 p.
301. Kutan, A.M. The Evolution Of Monetary Policy In Transition Economies / A.M. Kutan, J.C. Brada. // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2000. – March/April. – P. 31-40.
302. Kyrgyz Republic: First Review Under the Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility. – IMF Country Report – No. 05/402. – 85 p.
303. Legal status, basic functions and duties of the National Bank of the Azerbaijan Republic [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nba.az>
304. Lewis, M.K. Monetary Economics / M.K. Lewis, P.D. Mizen. – N.Y.: Oxford University Press, 2000. – 473 p.
305. Lipsey, R.G. The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the U.K.1862–1957: A Further Analysis / R.G. Lipsey // *Economica*. – Vol. 27. – 1960. – P. 1–31.

306. Lucas, R.E., Jr. Inflation and Welfare / R.E. Lucas, Jr. // *Econometrica*. – 2000. – Vol. 68. No 2. – P. 247-274.
307. Mafi-Kreft, E. Importing Credible Monetary Policy: A Way for Transition Economies to Fight Inflation? / E. Mafi-Kreft, S. Kreft // *Economics Letters*. – 2006. – Vol. 92. No. 1. – P. 1-6.
308. Mankiw, G.N. A Quick Refresher Course in Macroeconomics / G.N. Mankiw // *Journal of Economic Literature*. – Vol. XXVIII (December 1990). – P. 1645-1660.
309. Mankiw, G.N. The Macroeconomist as Scientist and Engineer / G.N. Mankiw. – NBER Working Paper – No 12349. – 2006. – 26 p.
310. McCallum, B.T. Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence / B.T. McCallum // *American Economic Review*. – 1995. – Vol. 85. No. 2 (May). – P. 207-211.
311. McCallum, B.T. Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General / B.T. McCallum. – NBER Working Paper. – No 5579. – 1996. – 38 p.
312. McCallum, B.T. Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates / B.T. McCallum // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 2000. Vol. 32. – P. 870-904.
313. McCallum, B.T. Should Central Banks Raise their Inflation Targets? Some Relevant Issues / B.T. McCallum. – NBER Working Paper. – No 17005. – 2011. – 28 p.
314. McCallum, B.T. An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis / B.T. McCallum, E. Nelson // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1999. – Vol. 31. – P. 296-316.
315. Medium-Term Strategy of Monetary Policy (1999 - 2003). – Warsaw: Monetary Policy Council, September 1998. – 18 p.
316. Memorandum National Bank of Serbia On the Principles of the New Monetary Policy Framework. Aiming at Low Inflation Objectives [Электронный ресурс]. September 2006. – 11 p. – Режим доступа: [http:// www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)

317. Memorandum of the National Bank of Serbia on Inflation Targeting as Monetary Strategy [Электронный ресурс]. December 2008. – 5 p. – Режим доступа: [http:// www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)
318. Mishkin, F.S. Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective / F.S. Mishkin // Financial Markets and Financial Crises. – University of Chicago Press. Chicago, 1991. – P. 69-108.
319. Mishkin, F.S. The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers / F.S. Mishkin // Maintaining Financial Stability in a Global Economy. – Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997. – P. 55-96
320. Mishkin, F.S. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes / F.S. Mishkin. – NBER Working Paper No 7044. – 1999. – 46 p.
321. Mishkin, F.S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries / F.S. Mishkin. – NBER Working Paper – No 7618. – 2000. – 14 p.
322. Mishkin, F.S. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? / F.S. Mishkin. – NBER Working Paper – No 10646. – 2004. – 34 p.
323. Mishkin, F.S. Inflation Targeting: Lesson from Four Countries / F.S. Mishkin, A. Rosen // FRBNY Economic Policy Review. – 1997. – August. – P. 9-110.
324. Modigliani, F. Liquidity Preference and the Behavior of Interest and Money / F. Modigliani // Econometrica. – Vol. 12. – 1944. – P. 45–88.
325. Mokry, V. Deflation – A Problem of the Socio-Market Economy or a New Threat? / V. Mokry // BIATEC. – Volume XIII. – 1/2005. – P. 20-22.
326. Monetary Policy [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbg.gov.ge>
327. Monetary Policy Document for the 2009 – 2011 Period [Электронный ресурс]. – 20 p. – Режим доступа: [http:// www.bankofalbania.org/](http://www.bankofalbania.org/)
328. Monetary Policy Document For Year 2005 [Электронный ресурс]. – 9 p. – Режим доступа: [http:// www.bankofalbania.org/](http://www.bankofalbania.org/)
329. Monetary Policy Fundamentals for 2008 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www. bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

330. Monetary Policy Fundamentals for 2009 [Электронный ресурс]. – 7 p. – Режим доступа: [http:// www. bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)
331. Monetary Policy Guidelines For Year 2000 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)
332. Monetary Policy in Hungary. – NBH, May, 2000. – 132 p.
333. Monetary Policy in Hungary. / 2nd ed. – NBH, August, 2002. – 144 p.
334. Monetary Policy of the Bank of Latvia [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.bank.lv](http://www.bank.lv)
335. Monetary Policy Programme of the National Bank of Serbia in 2007 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http:// www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)
336. Monetary Programme of the NBS until the Year 2008. – National Bank of Slovakia, December 2004. – 13 p.
337. Monetary Policy Strategy beyond 2003. – NBP, Warsaw, February 2003. – 19 p.
338. Mulligan, C.B., Sala-i-Martin. X.X. The Optimum Quantity of Money: Theory and Evidence / C.B. Mulligan, X.X. Sala-i-Martin. – NBER Working Paper – No 5954. – 1997. – 50 p.
339. Mundell, R. A Theory of Optimal Currency Areas / R. Mundell // American Economic Review. – 1961. – Vol. 51. – P. 657-665.
340. National Bank of Azerbaijan Republic the 2000 Annual Report [Электронный ресурс]. – 139 p. – Режим доступа: <http://www.nba.az/>
341. National Bank of Azerbaijan Republic the 2003 Annual Report [Электронный ресурс]. – 172 p. – Режим доступа: <http://www.nba.az/>
342. National Bank of Azerbaijan Republic the 2004 Annual Report [Электронный ресурс]. – 176 p. – Режим доступа: <http://www.nba.az/>
343. National Bank of Moldova Annual Report 2004. – 135 p.
344. National Bank of Romania. Annual Report 1998 [Электронный ресурс]. – 159 p. – Режим доступа: <http://www.bnro.ro/>
345. National Bank of Romania. Annual Report 2003 [Электронный ресурс]. – 276 p. – Режим доступа: <http://www.bnro.ro/>

346. National Bank of Romania. Annual Report 2004 [Электронный ресурс]. – 306 p. – Режим доступа: [http:// www.bnro.ro/](http://www.bnro.ro/)
347. National Bank of Romania. Inflation Report 1/2002 [Электронный ресурс]. – 39 p. – Режим доступа: [http:// www.bnro.ro/](http://www.bnro.ro/)
348. National Bank of Romania. Inflation Report August 2005 [Электронный ресурс]. – 53 p. – Режим доступа: [http:// www.bnro.ro/](http://www.bnro.ro/)
349. National Bank of Serbia. Annual Report 2003. – 129 p.
350. National Bank of Slovakia. Annual Report 2004. – 191 p.
351. National Bank of Yugoslavia. Annual Report 2000. – 94 p.
352. Nations in Transit 1999-2000. – Freedom House. Transaction Publishers. 2001. – 749 p.
353. Nations in Transit 2000-2001. – Freedom House. Transaction Publishers. 2001. – 434 p.
354. Nations in Transit 2001-2002: Civil Society, Democracy and Markets in East Central Europe and the Newly Independent States. – Freedom House. Transaction Publishers. 2002. – 445 p.
355. Nations in Transit 2003: Democratization in East Central Europe and Eurasia – Freedom House. Rowman & Littlefield Publishers, Inc. 2003. – 704 p.
356. Nell, M. Implicit Inflation Targeting and the Choice of an Optimal Exchange Rate Regime / M. Nell // BIATEC, – Volume XII, – 9/2004 – P.16-18; – 10/2004. – P.20-22; – 11/2004, – P. 22-24.
357. Nordh Berntsson, C. A Swedish framework for macroprudential policy / C. Nordh Berntsson, J. Molin // Sveriges Riksbank Economic Review. – 2012. – No 1. – P. 40-83.
358. Obstfeld, M. The Mirage of Fixed Exchange Rates / M. Obstfeld, K. Rogoff // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Vol. 9. – No. 4. – P. 73-96.
359. Organization for Economic Co-operation and Development [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/statsportal/>
360. Phelps, E.S. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time / E.S. Phelps // *Economica*. – Vol. 34. (August 1967). – P. 254–281.

361. Phelps, E.S. Inflation in the Theory of Public Finance / E.S. Phelps // Swedish Journal of Economics. – 1973. – Vol. 75 (1). – P. 67-82.
362. Phillips, A. The Relation Between Unemployment and Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957 / A. Phillips // Economica. – Vol. 25. – 1958. November. – P. 283-299.
363. Poole, W. Is Inflation Too Low? / W. Poole // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 1999. – July/August. – P. 3-10.
364. Press releases 2001 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: // www.mnb.hu
365. Rasche, R.H., Williams M.M. The Effectiveness of Monetary Policy / R.H. Rasche, M.M. Williams // Federal Reserve Bank of St. Louis Review – September/October 2007. – 89(5). – P. 447-489.
366. Ravallion, M. Evaluating Anti-Poverty Programs / M. Ravallion. // Handbook of Developments Economics. – Vol. 4. – North-Holland: Elsevier Science, 2008. – P. 3787-3846.
367. Republic of Armenia Central Bank Annual Report 2004. – 176 p.
368. Republic of Armenia 2008 Monetary Policy Program [Электронный ресурс]. – 24 p. – Режим доступа: <http://www.cba.am>
369. Resolution Of the Parliament of Georgia on Main Directions of Monetary and Exchange Rate Policies for the year 2004 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbg.gov.ge>
370. Roger, S. Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges / S. Roger. – IMF Working Paper. – 2009 – WP/09/236. – 31 p.
371. Roger, S., Restrepo J., Garcia C. Hybrid Inflation Targeting Regimes / S. Roger, J. Restrepo, C. Garcia. – IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/234. – 57 p.
372. Rogoff, K. Globalization and Global Disinflation / K. Rogoff // Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City. – 2003. – Vol. 88. – No. 4. – P. 45-79.
373. Romer, C.D. Monetary Economics / C.D. Romer, D.H. Romer // NBER Reporter. – 2007. – Number 2. – P. 1-6.
374. Romer, D. New Keynesian Synthesis / D. Romer // Journal of Economic Perspective. – 1990. – Vol. 7. – No 1. – P. 5-22.

375. Romer, D. Openness and Inflation: Theory and Evidence / D. Romer // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – V.108. – No 4. – P.869-903.
376. Romer, D. Keynesian Macroeconomics without the LM Curve / D. Romer // Journal of Economic Perspective. – 2000. – Vol. 14. – No 2. – P. 149-169.
377. Rotemberg, J.J. New Keynesian microfoundations / J.J. Rotemberg // NBER Macroeconomic Manual 1987. – Cambridge, Mass.: MIT Press, 1987. – P. 69-104.
378. Rosentuler, S. Direct Inflation Targeting: A New Monetary Policy Strategy for Romania / S. Rosentuler, E. Iorga, W. Salater, D. Sasu, A. Codirlasu. – National Bank of Romania Occasional Papers – No. 1/2002. – 41 p.
379. Rueda, M.C. Inequality, democracy and inflation [Электронный ресурс] / M.C. Rueda. Swiss National Bank. 2008 – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1153359>.
380. Saizar, A.C. Is Monetary Policy Effective When Credit is Low? / A.C. Saizar, N. Chalk. – IMF Working Paper. – 2008. – WP/08/288. – 17 p.
381. Satyanath, S. The Political Economy of Nominal Macroeconomic Pathologies / S. Satyanath, A. Subramanian // IMF Staff Papers. – 2007. – Vol. 54, No. 3. – P. 419- 453.
382. Samuelson, P. Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy / P. Samuelson, R. Solow // American Economic Review. – Vol. 50. – May 1960. – P. 177-194.
383. Sargent, T.J. Rational Expectations and Inflation / T.J. Sargent. – NY: Harper and Row, 1986. – 224 p.
384. Selected economic indicators [Электронный ресурс]. – European Bank for Reconstruction and Development. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sei.xls>
385. Sepp, U. A Currency Board Arrangement versus Alternative Exchange Rate Regimes in Estonia / U. Sepp, M. Randveer // Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU. – Tallinn: Bank of Estonia, 2002. – P. 363-419.
386. Short term implementation of medium-term monetary policy framework of the Bank of Slovenia, May 2002. – 32 p.

387. Siklos, P.L. Is Hungary Ready for Inflation Targeting? / P.L. Siklos, I. Ábel. – NBH, 2001. – 50 p.
388. Sinclair, P. The optimal rate of inflation: an academic perspective / P. Sinclair // Bank of England Quarterly Bulletin. – Autumn 2003. – P. 343 -351.
389. Smithies, A. The Behavior of Money National Income under Inflationary Conditions / A. Smithies // Quarterly Journal of Economics. – 1942. – 57 (4). – P. 113-128.
390. Snowdon, B. Modern Macroeconomics and Its Evolution from a Monetarist Perspective: An Interview with Professor Milton Friedman / B. Snowdon, H.R. Vane, // Journal of Economics Studies. – 1997. – Vol. 24. No 4. – P. 191-221.
391. Solow, R.M. Toward a Macroeconomics of the Medium Run / R.M. Solow // Journal of Economic Perspective – Volume 14, Number 1 – Winter 2000. – P. 151-158.
392. Statement of the National Bank of the Azerbaijan on the Main Directions of Monetary Policy for 2009 [Электронный ресурс]. – 6 p. – Режим доступа: <http://www.nba.az/>
393. Stone, M. Inflation Targeting Lite / M. Stone. – IMF Working Paper. – 2003 – WP/03/12. – 29 p.
394. Structural change indicators [Электронный ресурс]. – European Bank for Reconstruction and Development. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sci.xls>
395. Summers, L. Panel Discussion: Price Stability. How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? / L. Summers // Journal of Money, Credit, and Banking. – Vol. 23, (August 1991, Part 2). – P. 625-631.
396. Svensson, Lars. E. O. Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets / Lars. E. O. Svensson. – NBER Working Paper. – No 5797. – 1996. – 37 p.
397. Svensson, Lars. E. O. Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central Banks, and Linear Inflation Contracts / Lars. E. O. Svensson. // American Economic Review. – Vol. 87, No 1 (Mar., 1997). – P. 98-114.

398. Svensson, Lars. E. O. Inflation Targeting as a Monetary Rule / Lars. E. O. Svensson. – NBER Working Paper – No 6790. – 1998 – 50 p.
399. Svensson, L.E.O. Inflation Targeting: Some Extensions / L.E.O. Svensson.// Scandinavian Journal of Economics. – 1999. – Vol. 101(3). – P. 337- 361.
400. Svensson, L.E.O. Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? / L.E.O. Svensson. // Journal of Money, Credit, and Banking. – Vol.31, No. 3 (August 1999, Part 1). – P. 277-295.
401. Svensson, L.E. Inflation Targeting / L.E. Svensson. – NBER Working Paper. – No 16654. – 2010. – 76 p.
402. Taylor, J.B. Aggregate dynamics and staggered contracts / J.B. Taylor // Journal of Political Economy. – 1980. – Vol. 88. No 1. – P. 1-23.
403. Taylor, J.B. A Core of Practical Macroeconomics / J.B. Taylor // American Economic Review. – Vol. 87, No 2. – Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meetings of the American Economic Association (May, 1997). – P. 233-235.
404. Taylor J.B. Discretion versus Rules in Theory and Practice / J.B. Taylor // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – Vol. 39. – P. 195–214.
405. Taylor, J.B. Housing and Monetary Policy / J.B. Taylor. – NBER Working Paper – No 13682. – 2007. – 16 p.
406. The Bank of Albania Medium-Term Development Plan (2003-2005) [Электронный ресурс]. January 2003. – 80 p. – Режим доступа: <http://www.bankofalbania.org>
407. The CNB's inflation target from January 2006 [Электронный ресурс]. – CNB, March 2004. – Режим доступа: <http://www.cnb.cz/>
408. The Law of Ukraine on the National Bank of Ukraine [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bank.gov.ua>
409. The Monetary Policy Program 2004 of the Republic of Armenia [Электронный ресурс]. – 86 p. – Режим доступа: <http://www.cba.am/>
410. The National Bank of the Republic of Azerbaijan 2006 Annual Report [Электрон-

- ный ресурс]. – 211 p. – Режим доступа: <http://www.nba.az>
411. The Rationale for the Adoption of Inflation Targeting Strategy by the Central Bank of the Republic of Armenia [Электронный ресурс]. – 11p. – Режим доступа: <http://www.cba.am>
412. The Setting of the Inflation Target for 2002–2005 [Электронный ресурс]. – CNB, April 2001. – Режим доступа: <http://www.cnb.cz/>
413. The Statement of the National Bank of the Azerbaijan Republic, on main directions of the monetary policy in 2006 [Электронный ресурс]. – 7 p. – Режим доступа: <http://www.nba.az>
414. Tirole, J. The Theory of Industrial Organization / J. Tirole. – Cambridge. The MIT Press, 1997. – 479p.
415. Transition indicators by country [Электронный ресурс]. – European Bank for Reconstruction and Development – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/tic.xls>
416. Ukraine: Selected Issues. – IMF Country Report – No. 07/47 – 95 p.
417. Verbeek, M. A Guide to Modern Econometrics / M. Verbeek. – NY: John Wiley & Sons, 2000. – 386 p.
418. Walsh, C.E. Monetary Theory and Policy / C.E. Walsh. – The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 2003. – 612p.
419. Walsh, C.E. Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro / C.E. Walsh // Journal of Economic Education. – 2002. Fall. – P. 333-346.
420. Whitney, S.N. Inflation Since 1945: Facts and Theories / S.N. Whitney. – New York, NY: Praeger. 1982. – 356 p.
421. Wolman, A.L. Zero Inflation and the Friedman Rule: A Welfare Comparison / A.L. Wolman // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly – Volume 83/4 – Fall 1997. – P. 1-21.
422. Wolman, A.L. A Primer on Optimal Monetary Policy with Staggered-Price-Setting / A.L. Wolman // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. – Volume 87/4 – Fall 2001. – P. 27-52.

423. Woodford, M. Inflation Targeting and Financial Stability / M. Woodford. – NBER Working Paper – No 17967. – 2012. – 33 p.
424. Woodford, M. Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy / M. Woodford //Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – July/August. 2004. – 86(4). – P. 15-41.
425. Woodford, M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy / M. Woodford. – Princeton: Princeton University Press, 2003. – 800 p.
426. Wooldridge, J.M. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data / J.M. Wooldridge. – Cambridge: MIT Press, 2002. – 752 p.
427. Wooldridge, J.M. Introductory Econometrics: A Modern Approach. 2nd ed./ J.M. Wooldridge. – Mason: Thomson South-Western, 2003. – 863 p.
428. World Development Indicators [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators/>
429. World Economic Outlook. October 2009. International Monetary Fund. – 2009.– 208 p.
430. Wyplosz, C. Do We Know How Low Should Inflation Be? / C. Wyplosz // Why Price Stability? – European Central Bank. Frankfurt am Main. 2001. – P. 15-33.
431. Zaimov, M. Shadowing the Euro: Bulgaria's Monetary Policy Five Years on / M. Zaimov, K. Hristov. – BNB Discussion Papers. – DP/27/2002. – 44 p.

СПИСОК ИЛЛЮСТРАТИВНОГО МАТЕРИАЛА

1. Таблица 1.1 – Модифицированный индекс нищеты для стран с трансформируемой экономикой.....	58
2. Таблица 1.2 – Индекс реформ Европейского банка реконструкции и развития 2003	59
3. Таблица 1.3 – Индексы демократизации и верховенства закона в странах с переходной экономикой.....	61
4. Таблица 1.4 – Интегральный показатель сравнительного экономического прогресса стран с переходной экономикой после первого десятилетия радикальных реформ.....	64
5. Рисунок 4.1 – Инфляция и объем выпуска в условиях таргетирования инфляции.....	230
6. Рисунок 4.2 – Изменение целевого ориентира инфляции.....	232
7. Рисунок 4.3 – Временный инфляционный шок.....	233
8. Рисунок 4.4 – Временный шок спроса.....	234
9. Рисунок 4.5 – Положительный инфляционный шок и предпочтения денежной политики.....	235
10. Рисунок 5.1 – Соотношение издержек и выгод инфляции.....	269
11. Таблица 6.1 – Среднегодовые темпы инфляции в странах с переходной экономикой.....	374

ПРИЛОЖЕНИЯ

**ИСХОДНЫЕ ПЕРЕМЕННЫЕ, ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ В РАСЧЕТАХ,
И ИСТОЧНИКИ СТАТИСТИЧЕСКОЙ ИНФОРМАЦИИ**

Переменная	Источник данных
Изменение потребительских цен (среднегодовое)	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Изменение потребительских цен (на конец года)	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Изменение денежного агрегата М2	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Объем денежного агрегата М2	International Financial Statistics (International Monetary Fund); национальная статистика
Денежная база	International Financial Statistics (International Monetary Fund); национальная статистика
Темп роста ВВП	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Объем ВВП	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Объем ВВП на душу населения	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Доля страны в мировом ВВП (по паритету покупательной способности)	Penn World Table Version 6.3 (Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania)
Уровень безработицы	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Доля администрируемых цен в индексе потребительских цен	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development)
Дефицит государственного бюджета (в % к ВВП)	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Внешнеторговая квота	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика

Отношение объема кредитов, выданных частному сектору к ВВП	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development)
Доля частного сектора в ВВП	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development)
Доля торговли со странами с непереходной экономикой	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development)
Цена нефти марки Brent	World Economic Outlook(International Monetary Fond)
Темп роста ВВП в еврозоне	World Economic Outlook(International Monetary Fond)
Изменение потребительских цен в еврозоне	World Economic Outlook(International Monetary Fond)
Индекс либерализации цен	Structural change indicators, Transition indicators by country (European Bank for Reconstruction and Development)
Индекс либерализации внешней торговли и валютной системы	Structural change indicators, Transition indicators by country (European Bank for Reconstruction and Development)
Индекс политики поощрения конкуренции	Structural change indicators, Transition indicators by country (European Bank for Reconstruction and Development)
Индекс реформирования предприятий	Structural change indicators, Transition indicators by country (European Bank for Reconstruction and Development)
Индекс реформы банковского сектора	Structural change indicators, Transition indicators by country (European Bank for Reconstruction and Development)
Индекс реформы небанковских финансовых институтов	Structural change indicators, Transition indicators by country (European Bank for Reconstruction and Development)
Отношение баланса счета текущих операций к ВВП	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Отношение государственного долга к ВВП	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Внешняя задолженность	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Отношение внешней задолженности к экспорту	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика

Доля сельского хозяйства в ВВП, %	Selected economic indicators (European Bank for Reconstruction and Development); национальная статистика
Общий индекс экономической свободы	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы для бизнеса	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы торговли	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы с точки зрения налогообложения	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы с точки зрения минимизации государственных расходов	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс обеспечения устойчивости цен без контроля со стороны государства	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы движения капитала	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы финансового сектора	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс обеспечения прав частной собственности	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс свободы от коррупции	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Страна по большей части экономически свободная (фиктивная переменная)	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Страна экономически умеренно свободная (фиктивная переменная)	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Страна по большей части экономически несвободная (фиктивная переменная)	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Страна с подавленной экономической свободы (фиктивная переменная)	Index of Economic Freedom (Heritage Foundation)
Индекс эффективности правительства	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
Коэффициент Джини	Structural change indicators (European Bank for Reconstruction and Development); База данных TransMONEE (UNICEF); национальная статистика

Общий индекс свободы	Freedom in the World (Freedom House)
Индекс демократизации	Freedom in the World (Freedom House)
Страна свободная (фиктивная переменная)	Freedom in the World (Freedom House)
Страна частично свободная (фиктивная переменная)	Freedom in the World (Freedom House)
Страна несвободная (фиктивная переменная)	Freedom in the World (Freedom House)
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса (фиктивная переменная)	Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework; De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework (International Monetary Fund); национальные банки
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы (фиктивная переменная)	Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework; De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework (International Monetary Fund); национальные банки
Режим денежной политики – таргетирование инфляции (фиктивная переменная)	Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework; De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework (International Monetary Fund); национальные банки
Режим денежной политики – без явного номинального якоря (фиктивная переменная)	Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework; De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework (International Monetary Fund); национальные банки
Денежная политика с установленным целевым ориентиром инфляции (фиктивная переменная)	Национальные банки
Величина целевого ориентира инфляции	Национальные банки

СРЕДНЕГОДОВЫЕ ТЕМПЫ ИНФЛЯЦИИ, %

Страна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Албания	22,6	7,8	12,7	33,2	20,6	0,4	0,1	3,1	5,2	2,4	2,9	2,4	2,4
Армения	4 962,0	175,8	18,7	14,0	8,7	0,7	-0,8	3,1	1,1	4,7	7,0	0,6	2,9
Азербайджан	1 664,0	412,0	19,7	3,5	-0,8	-8,5	1,8	1,5	2,8	2,2	6,7	9,6	8,3
Белоруссия	2 221,0	709,3	52,7	63,9	72,9	293,7	168,6	61,1	42,5	28,4	18,1	10,3	7,0
Болгария	96,3	62,0	123,0	1 082,0	22,2	0,7	9,9	7,4	5,9	2,3	6,1	5,0	7,3
Босния и Герцеговина		-4,4	-24,5	14,0	5,1	-0,9	1,9	1,9	-0,2	0,1	-0,3	3,0	6,0
Венгрия	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,8	9,2	5,3	4,7	6,8	3,6	3,9
Грузия	15 606,5	162,7	39,4	7,1	3,6	19,2	4,1	4,6	5,7	4,9	5,7	8,4	9,2
Казахстан	1 892,0	176,3	39,1	17,4	7,1	8,3	13,2	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6
Киргизия	180,7	43,5	31,9	23,4	10,5	35,9	18,7	6,9	2,0	3,1	4,1	4,3	5,6
Латвия	35,9	35,9	25,0	17,6	8,4	4,7	2,6	2,5	1,9	2,9	6,2	6,7	6,5
Литва	72,1	39,6	24,6	8,9	5,1	0,8	1,0	1,5	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8
Македония	126,5	16,4	2,3	2,6	-0,1	-0,7	5,8	5,5	1,8	1,2	-0,4	0,5	3,2
Молдавия	487,0	30,2	23,5	11,8	7,7	39,3	31,1	9,6	5,2	11,6	12,5	12,0	12,8
Польша	32,2	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,2	1,2
Россия	311,4	197,7	47,8	14,7	27,6	86,1	20,8	21,6	15,7	13,7	10,9	12,7	9,7
Румыния	136,7	32,3	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,4	12,0	9,5	6,9
Сербия и Черногория	3,3	78,6	94,3	21,3	29,5	37,1	60,4	91,1	21,2	11,3	9,5	17,2	12,5
Словакия	13,4	9,9	5,8	6,1	6,7	10,6	12,0	7,3	3,0	8,5	7,5	2,5	4,5
Словения	21,0	13,5	9,9	8,4	8,0	6,2	8,9	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5

Окончание ПРИЛОЖЕНИЯ II

Таджикистан	350,4	612,5	418,5	88,0	43,2	27,5	32,9	38,6	12,2	16,4	7,2	7,3	10,0
Туркмения	1 748,0	1 005,3	992,4	83,7	16,8	24,2	8,3	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	10,5
Узбекистан	1 568,3	304,6	54,0	70,9	29,0	29,1	25,0	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2
Украина	891,0	377,0	80,0	15,9	10,6	22,7	28,2	12,0	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1
Хорватия	97,6	2,0	3,5	3,6	5,7	4,0	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2
Чехия	9,9	9,6	8,9	8,4	10,6	2,1	4,0	4,7	1,8	0,2	2,8	1,8	2,5
Эстония	47,7	29,0	23,1	11,2	8,1	3,3	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1	4,4

ПРИЛОЖЕНИЕ III

ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ ФАКТОРОВ НА УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ
Таблица III.1 – Влияние на инфляцию изменений денежной массы,
«альтернативы» инфляция-выпуск и внешних шоков

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен
(в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Изменение предложения денег ¹	0.669*** (0.067)	0.671*** (0.067)	0.672*** (0.067)	0.599*** (0.064)	0.855*** (0.064)	0.855*** (0.064)	0.857*** (0.062)	0.622*** (0.040)	0.623*** (0.040)
Изменение уровня либерализации цен ²	-0.013*** (0.003)	-0.013*** (0.003)	-0.013*** (0.003)	-0.013*** (0.003)	-0.011*** (0.003)	-0.011*** (0.003)	-0.012*** (0.003)	-0.011*** (0.002)	-0.011*** (0.002)
Изменение ВВП ³	-4.35*** (0.30)	-4.311*** (0.305)	-4.369*** (0.301)	-3.426*** (0.310)	-3.679*** (0.350)	-3.66*** (0.350)	-3.696*** (0.346)	-2.649*** (0.316)	-2.659*** (0.316)
Открытость экономики ⁴	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)
Изменение цен на нефть ⁵		-0.044 (0.055)				-0.027 (0.050)		0.000 (0.031)	
Изменение ВВП в зоне евро ⁶			-1.247 (1.44)				-1.243 (1.134)		-0.537 (0.654)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен в предшествующем году								0.195*** (0.023)	0.195*** (0.022)
Константа	-0.236*** (0.081)	-0.251*** (0.082)	-0.209** (0.087)	-0.405*** (0.087)	-0.064* (0.040)	-0.065* (0.037)	-0.038 (0.043)	-0.117*** (0.032)	-0.106*** (0.034)
Временные эффекты				+					
Количество наблюдений	232	231	232	232	231	230	231	230	231
Количество стран	23	23	23	23	22	22	22	22	22
Коэффициент детерминации	within 0.741	0.741	0.741	0.799	0.721	0.721	0.722	0.787	0.787
	between 0.451	0.450	0.451	0.397					
	overall 0.666	0.662	0.667	0.668					
F- статистика (1)-(4)	146.22	116.01	116.99	51.44					
Статистика Вальда χ^2 (5)-(9)					733.95	752.48	785.57	1232.86	1339.73
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
***-1% значимость, **-5% значимость, *-10% значимость									

¹ Логарифм годового индекса денежного агрегата М2 (при отсутствии данных – агрегата М3)

² Годовое изменение доли администрируемых цен в индексе потребительских цен

³ Логарифм годового индекса реального ВВП

⁴ Отношение внешнеторгового оборота к ВВП

⁵ Логарифм годового индекса биржевой цены на нефть марки Brent

⁶ Логарифм годового индекса реального ВВП стран, входящих в зону евро

Столбцы (1)-(3) - модель панельных данных с фиксированными эффектами;

столбец (4) - модель панельных данных с фиксированными эффектами с включением временных эффектов;

столбцы (5)-(7) - регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов с панельной коррекцией ошибок;

столбцы (8)-(9) - динамическая регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов с панельной коррекцией ошибок

Таблица III.2 – Влияние на инфляцию изменения денежной массы, «альтернативы» инфляция-выпуск и внешних шоков (различные временные интервалы)

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Изменение предложения денег ¹	0.709*** (0.10)	0.702*** (0.101)	0.675*** (0.103)	0.278*** (0.083)	0.269*** (0.083)	0.244*** (0.085)	0.641*** (0.134)	0.635*** (0.139)	0.640*** (0.136)	0.118** (0.060)	0.118* (0.061)	0.100* (0.059)
Изменение уровня либерализации цен ²	- 0.015*** (0.005)	- 0.015*** (0.005)	- 0.016*** (0.005)	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.004)	-0.001 (0.003)	-0.014** (0.005)	-0.014** (0.005)	-0.014** (0.005)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.003 (0.004)
Изменение ВВП ³	- 4.064*** (0.544)	- 4.052*** (0.547)	- 3.952*** (0.549)	-1.287** (0.499)	-1.181** (0.503)	-1.193** (0.498)	- 3.373*** (0.379)	- 3.358*** (0.379)	- 3.371*** (0.375)	-0.163 (0.200)	-0.163 (0.199)	-0.138 (0.193)
Открытость экономики ⁴	0.010*** (0.002)	0.010*** (0.002)	0.011*** (0.002)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.002* (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Изменение цен на нефть ⁵		0.050 (0.094)			-0.037 (0.038)			0.068*** (0.013)			0.002 (0.020)	
Изменение ВВП в зоне евро ⁶			-5.665 (4.489)			1.354 (0.816)			-0.446 (2.651)			0.955*** (0.313)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен в предшествующем году							0.153*** (0.036)	0.153*** (0.037)	0.153*** (0.037)	0.567*** (.049)	0.567*** (.049)	0.570*** (0.047)

Окончание таблицы III.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Константа	- 0.587*** (0.143)	- 0.581*** (0.144)	-0.450** (0.176)	-0.105 (0.086)	-0.128 (0.087)	-0.102 (0.085)	- 0.231*** (0.065)	- 0.231*** (0.070)	- 0.221*** (0.080)	0.0004 (0.018)	0.0001 (0.0002)	-0.012 (0.019)
Количество наблюдений	101	101	101	131	130	131	101	101	101	130	129	130
Количество стран	21	21	21	23	23	23	21	21	21	22	22	22
Коэффициент детерминации: within	0.782	0.783	0.786	0.278	0.284	0.297	0.824	0.825	0.825	0.802	0.802	0.807
between	0.650	0.651	0.641	0.168	0.144	0.166						
overall	0.710	0.712	0.709	0.205	0.186	0.217						
F- статистика	68.04	53.97	55.17	10.01	8.08	8.69						
Статистика Вальда χ^2							1511.75	2061.69	1549.75	477.82	522.53	809.98
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость												
¹ Логарифм годового индекса денежного агрегата М2 (М3 при отсутствии данных по М2)												
² Годовое изменение доли администрируемых цен в индексе потребительских цен												
³ Логарифм годового индекса реального ВВП												
⁴ Отношение внешнеторгового оборота к ВВП												
⁵ Логарифм годового индекса биржевой цены на нефть марки Brent												
⁶ Логарифм годового индекса реального ВВП стран, входящих в зону евро												
Столбцы (1)-(3) модель панельных данных с фиксированными эффектами - 1994-1999 годы;												
Столбцы (4)-(6) модель панельных данных с фиксированными эффектами - 2000-2006 годы.												
Столбцы (7)-(9) динамическая регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов с панельной коррекцией ошибок - 1994-1999 годы;												
Столбцы (10)-(12) динамическая регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов с панельной коррекцией ошибок - 2000-2006 годы.												

Таблица III.3 – Влияние на инфляцию изменения денежной массы, «альтернативы» инфляция-выпуск и внешних шоков для различных групп стран
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Изменение предложения денег ¹	0.339*** (0.080)	0.312*** (0.078)	0.727*** (0.144)	0.714*** (0.139)	0.625*** (0.094)	0.633*** (0.094)	0.637*** (0.125)	0.608*** (0.116)
Изменение уровня либерализации цен ²	0.002 (0.003)	0.004 (0.003)	-0.022*** (0.005)	-0.023*** (0.005)	-0.011 (0.007)	-0.010 (0.007)	-0.008 (0.010)	-0.009 (0.009)
Изменение ВВП ³	-0.014 (0.322)	-0.051 (0.305)	-2.240*** (0.741)	-2.234*** (0.732)	-4.57*** (0.457)	-4.60*** (0.450)	-4.225*** (0.601)	-4.479*** (0.545)
Открытость экономики ⁴	-0.001*** (0.0004)	-0.001*** (0.0004)	-0.005 (0.003)	-0.004 (0.003)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.010*** (0.002)	0.010*** (0.002)
Изменение цен на нефть ⁵	-0.008 (0.020)		0.033 (0.097)		0.010 (0.113)		-0.183 (0.166)	
Изменение ВВП в зоне евро ⁶		1.101* (0.555)		-0.438 (2.373)		-2.896 (3.048)		-8.127** (3.944)
Константа	0.170*** (0.043)	0.153*** (0.042)	0.373* (0.195)	0.360* (0.192)	-0.009 (0.076)	0.050 (0.098)	-0.574*** (0.184)	-0.369** (0.181)
Количество наблюдений	55	55	49	50	97	97	43	43
Количество стран	5	5	5	5	10	10	5	5
Коэффициент детерминации	within	0.601	0.632	0.861	0.862		0.873	0.883
	between	0.173	0.176	0.753	0.789	0.760	0.763	0.524
	overall	0.380	0.410	0.827	0.829		0.785	0.794
F- статистика	13.57	15.44	48.15	49.79	57.77	58.51	45.39	50.00
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

¹ Логарифм годового индекса денежного агрегата M2 (M3 при отсутствии данных по M2)
² Годовое изменение доли администрируемых цен в индексе потребительских цен
³ Логарифм годового индекса реального ВВП
⁴ Отношение внешнеторгового оборота к ВВП
⁵ Логарифм годового индекса биржевой цены на нефть марки Brent
⁶ Логарифм годового индекса реального ВВП стран, входящих в зону евро

Окончание таблицы III.3

Переменная	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Изменение предложения денег ¹	0.648*** (0.081)	0.656*** (0.081)	0.397** (0.161)	0.375** (0.158)	0.628*** (0.085)	0.632*** (0.084)	0.650*** (0.068)	0.651*** (0.068)
Изменение уровня либерализации цен ²	-0.016*** (0.004)	-0.016*** (0.003)	-0.022** (0.010)	-0.023 ** (0.010)	-0.015*** (0.004)	-0.015*** (0.004)	-0.014*** (0.004)	-0.015*** (0.004)
Изменение ВВП ³	-4.427*** (0.389)	-4.497*** (0.387)	-5.640*** (0.692)	-5.934*** (0.696)	-4.487*** (0.391)	-4.553*** (0.381)	-4.458*** (0.315)	-4.528*** 0.313
Открытость экономики ⁴	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.005*** (0.001)
Изменение цен на нефть ⁵	-0.051 (0.054)		-0.188 (0.137)		-0.038 (0.084)		-0.064 (0.056)	
Изменение ВВП в зоне евро ⁶		-0.759 (1.452)		-6.556* (3.756)		-2.40 (2.145)		-1.528 (1.486)
Константа	0.147 (0.090)	0.119 (0.095)	0.240** (0.103)	0.393*** (0.135)	-0.302*** (0.111)	-0.243** (0.114)	-0.241*** (0.085)	-0.186** (0.090)
Количество наблюдений	189	190	54	54	146	147	220	221
Количество стран	19	19	6	6	15	15	22	22
Коэффициент детерминации	within	0.705	0.705		0.771	0.774	0.743	0.743
	between	0.534	0.536	0.742	0.748	0.557	0.543	0.450
	overall	0.659	0.663			0.716	0.718	0.669
F- статистика	78.91	79.39	27.65	28.52	84.98	86.78	111.61	112.32
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость

Столбцы (1)-(2) страны Центральной и Восточной Европы, модель панельных данных с фиксированными эффектами.

Столбцы (3)-(4) страны Южной и Юго-Восточной Европы, модель панельных данных с фиксированными эффектами.

Столбцы (5)-(6) страны СНГ, регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов.

Столбцы (7)-(8) страны Центральной Азии, модель панельных данных с фиксированными эффектами.

Столбцы (9)-(10) страны, не являющиеся экспортерами энергоресурсов, модель панельных данных с фиксированными эффектами.

Столбцы (11) - (12) беднейшие страны СНГ, регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов.

Столбцы (13) - (14) страны СНГ и Южной и Юго-Восточной Европы, модель панельных данных с фиксированными эффектами.

Столбцы (15)- (16) страны с трансформируемой экономикой без России модель панельных данных с фиксированными эффектами.

Окончание таблицы III.4

Переменная	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Либерализация цен ¹	-0.159** (0.064)	-0.026 (0.061)	-0.138** (0.067)		-0.153** (0.065)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.321*** (0.042)	-0.218*** (0.043)	-0.324*** (0.044)		-0.336*** (0.047)	
Политика поощрения конкуренции ³						
Финансовая стабильность ⁴	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)
Реформа предприятий ⁵						
Доля сельского хозяйства в ВВП, %						
Внешняя стабильность ⁶	-0.006** (0.003)	-0.009*** (0.003)				
Реформа банковского сектора ⁷			-0.046 (0.047)	-0.213*** (0.046)		
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸					-0.013 (0.054)	-0.209*** (0.055)
Константа	1.791*** (0.278)	0.834*** (0.306)	1.887*** (0.277)	0.542*** (0.134)	1.894*** (0.278)	0.428*** (0.133)
Временные эффекты		+				
Количество наблюдений	271	271	271	271	271	271
Количество стран	24	24	24	24	24	24
Коэффициент детерминации: within	0.419	0.559	0.410	0.260	0.408	0.240
between	0.610	0.564	0.613	0.401	0.609	0.193
overall	0.359	0.508	0.340	0.249	0.342	0.172
F- статистика	43.85	19.62	42.26	43.05	41.88	38.62
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития						
4 Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах						
6 Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах						
Столбцы (1), (2), (4), (5), (7), (9)- (12) - модель панельных данных с фиксированными эффектами;						
Столбцы (3), (6), (8) - модель панельных данных с фиксированными эффектами с включением временных эффектов						

Переменная	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Либерализация цен ¹	-0.007 (0.092)		-0.008 (0.079)		-0.019 (0.087)	-0.252** (0.111)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.224*** (0.030)		-0.216*** (0.042)		-0.204*** (0.044)		
Политика поощрения конкуренции ³							
Финансовая стабильность ⁴	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)
Реформа предприятий ⁵							
Доля сельского хозяйства в ВВП, %							
Внешняя стабильность ⁶	0.001 (0.004)	-0.002 (0.006)					
Реформа банковского сектора ⁷			-0.012 (0.059)	-0.232*** (0.038)			
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸					-0.046 (0.090)	-0.157* (0.084)	-0.203*** (0.072)
Константа	0.919*** (0.273)	0.079 (0.057)	0.921*** (0.262)	0.675*** (0.108)	0.989*** (0.319)	1.443*** (0.377)	0.540*** (0.152)
Количество наблюдений	103	103	103	103	103	103	103
Количество стран	24	24	24	24	24	24	24
Коэффициент детерминации	0.469	0.236	0.469	0.375	0.472	0.382	0.322
Статистика Вальда χ^2	484.09	57.25	235.09	38.53	578.97	42.01	9.48
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.00
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость							
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития							
4 Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах							
6 Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах							
Столбцы (1) - (5) и (7) – (13) - регрессионная модель, оцененная методом наименьших квадратов с панельной коррекцией ошибок							
Столбец (6) - модель панельных данных с фиксированными эффектами							

Окончание таблицы III.6

Переменная	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Либерализация цен	-0.171** (0.083)	-0.226*** (0.086)	-0.209** (0.086)	-0.176** (0.085)	-0.228*** (0.086)	-0.276*** (0.091)	-0.159*** (0.050)
Внешнеэкономическая либерализация	-0.159*** (0.044)		-0.166*** (0.042)	-0.140*** (0.042)	-0.192*** (0.043)		
Политика поощрения конкуренции							
Финансовая стабильность	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.0012** (0.0006)	
Реформа предприятий							
Доля сельского хозяйства в ВВП, %	0.007 (0.005)	0.012** (0.005)					
Внешняя стабильность			-0.001 (0.002)				
Реформа банковского сектора				-0.092*** (0.034)			
Реформа небанковских финансовых институтов					0.067* (0.037)	0.018 (0.038)	-0.073** (0.034)
Константа	1.299*** (0.367)	0.838** (0.359)	1.549*** (0.364)	1.619*** (0.356)	1.566*** (0.360)	1.106*** (0.367)	0.838*** (0.186)
Количество наблюдений	150	150	168	168	168	168	189
Количество стран	24	24	24	24	24	24	27
Коэффициент детерминации: within between overall	0.256	0.178	0.210	0.246	0.225	0.116	0.121
	0.603	0.405	0.727	0.731	0.687	0.694	0.408
	0.420	0.285	0.428	0.434	0.406	0.398	0.247
F- статистика	10.50	8.89	9.29	9.29	10.13	6.14	11.02
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость							
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития							
4 Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах							
6 Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах							
Модель панельных данных с фиксированными эффектами							

Таблица III.7 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны Центральной и Восточной Европы

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Либерализация цен ¹	-0.086* (0.050)	-0.114*** (0.031)	0.014 (0.037)		-0.109*** (0.033)	-0.084*** (0.039)	-0.125*** (0.037)
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.12* (0.067)	-0.111* (0.065)	-0.113*** (0.049)		-0.109 (0.066)		
Политика поощрения конкуренции ³	-0.028 (0.024)						
Финансовая стабильность ⁴	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.002*** (0.0005)
Реформа предприятий ⁵			-0.121*** (0.022)				
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.054*** (0.005)			
Внешняя стабильность ⁶					0.001 (0.001)		
Реформа банковского сектора ⁷						-0.085*** (0.016)	
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸							-0.096*** (0.019)
Константа	0.951*** (0.289)	0.948*** (0.291)	0.795*** (0.206)	-0.199*** (0.018)	0.923*** (0.308)	0.607*** (0.139)	0.819*** (0.135)
Количество наблюдений	60	60	60	56	60	60	60
Количество стран	5	5	5	5	5	5	5
Коэффициент детерминации:	(within (5),(7),(8))			0.850		0.659	0.640
	(between (5),(7),(8))	0.484	0.474	0.658	0.494	0.580	0.003
	(overall (5),(7),(8))			0.615	0.475	0.579	0.250
Статистика Вальда χ^2 (F- статистика - f)	44.76	38.01	120.12	139.19 ^f	38.35	33.42 ^f	30.79 ^f
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость							
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития; ⁴ Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; ⁶ Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах							
Столбцы (1), (2), (3), (5) - линейная модель с панельной корректировкой стандартных ошибок							
Столбцы (4), (6), (7) - модель панельных данных с фиксированными эффектами							

Таблица III.8 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны Юго-Восточной Европы

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
Либерализация цен ¹	0.085 (0.089)	0.090 (0.089)	-0.047 (0.107)	-0.044 (0.102)	0.089 (0.088)	0.057 (0.110)	-0.085 (0.091)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.293*** (0.150)	-0.197 (0.121)			-0.212* (0.121)			
Политика поощрения конкуренции ³	0.104 (0.096)							
Финансовая стабильность ⁴	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)			0.008*** (0.001)			
Реформа предприятий ⁵			-0.237* (0.141)					
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.047*** (0.013)				
Внешняя стабильность ⁶					-0.009 (0.007)			
Реформа банковского сектора ⁷						-0.262*** (0.092)		
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸							-0.204* (0.111)	
Константа	0.399 (0.517)	0.190 (0.481)	0.861*** (0.311)	0.356 (0.509)	0.191 (0.478)	0.625** (0.311)	0.880*** (0.310)	
Количество наблюдений	55	55	89	71	55	89	89	
Количество стран	5	5	7	7	5	7	7	
Коэффициент детерминации:	within	0.775	0.769	0.083	0.193	0.777	0.139	0.090
	between	0.171	0.108	0.001	0.000	0.095	0.001	0.046
	overall	0.579	0.547	0.036	0.019	0.544	0.050	0.017
F- статистика	39.56	52.16	3.63	7.40	39.97	6.45	3.94	
P - уровень	0.000	0.000	0.03	0.00	0.000	0.00	0.02	
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития; 4 Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; 6 Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах								
Модель панельных данных с фиксированными эффектами								

Таблица III.9 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны СНГ
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Либерализация цен ¹	-0.380*** (0.120)	-0.083 (0.196)	-0.267** (0.121)	-0.353*** (0.120)	-0.368*** (0.117)	-0.397*** (0.115)	-0.380*** (0.120)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.370*** (0.054)	-0.752*** (0.097)	-0.314*** (0.056)	-0.241*** (0.063)	-0.342*** (0.056)	-0.284*** (0.062)	-0.369*** (0.062)	-0.187*** (0.025)
Политика поощрения конкуренции ³	-0.004 (0.120)	-0.514** (0.241)						
Финансовая стабильность ⁴	0.000 (0.001)		-0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.002*** (0.000)
Реформа предприятий ⁵			-0.415*** (0.145)					
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.028*** (0.007)				
Внешняя стабильность ⁶					-0.007* (0.004)			
Реформа банковского сектора ⁷						-0.260** (0.100)		
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸							-0.005 (0.103)	-0.125*** (0.038)
Константа	2.878*** (0.499)	3.961*** (0.473)	3.059*** (0.453)	1.760*** (0.546)	2.692*** (0.470)	3.239*** (0.473)	2.873*** (0.466)	0.998*** (0.107)
Количество наблюдений	124	156	124	112	124	124	124	124
Количество стран	11	12	11	11	11	11	11	11
Коэффициент детерминации:	within	0.382	0.451	0.425	0.425	0.398	0.418	0.382
	between	0.573	0.688	0.649	0.649	0.580	0.642	0.574
	overall	0.233	0.246	0.269	0.269	0.258	0.256	0.234
F- статистика (Статистика Вальда $\chi^2(8)$)	16.85	38.58	20.15	18.82	18.04	19.57	16.85	72.46
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
^{1, 2, 3, 5, 7, 8} Индексы Европейского банка реконструкции и развития; ⁴ Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; ⁶ Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах								
Столбцы (1) - (7) - модель панельных данных с фиксированными эффектами								
Столбец (8) - модель с панельной корректировкой стандартных ошибок								

Таблица III.10 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны Центральной Азии

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Либерализация цен ¹	-0.323 (0.409)			-0.083 (0.337)			
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.518*** (0.140)	-0.625*** (0.002)	-0.352*** (0.110)	-0.397*** (0.105)	-0.236*** (0.021)	-0.512*** (0.110)	-0.637*** (0.098)
Политика поощрения конкуренции ³	0.499 (0.464)						
Финансовая стабильность ⁴	0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.000 (0.002)	0.002 (0.002)	0.0012* (0.0007)	-0.000 (0.002)	0.002 (0.002)
Реформа предприятий ⁵			-0.833*** (0.197)				
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.041*** (0.010)			
Внешняя стабильность ⁶					-0.031*** (0.005)		
Реформа банковского сектора ⁷						-0.349** (0.144)	
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸							-0.601** (0.223)
Константа	2.054 (1.666)	2.123*** (0.346)	2.871*** (0.340)	0.698 (1.339)	0.803*** (0.081)	2.581*** (0.378)	3.207*** (0.515)
Количество наблюдений	46	46	46	45	46	46	46
Количество стран	4	4	4	4	4	4	4
Коэффициент детерминации:							
within	0.492	0.473	0.639	0.647		0.542	0.556
between	0.245	0.312	0.559	0.159	0.540	0.404	0.695
overall	0.173	0.201	0.409	0.219		0.247	0.291
F- статистика (Статистика Вальда χ^2 (5))	9.22	17.94	22.99	16.97	162.41	15.36	16.27
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость							
^{1, 2, 3, 5, 7, 8} Индексы Европейского банка реконструкции и развития; ⁴ Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; ⁶ Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах							
Столбцы (1)- (4), (6), (7) - модель панельных данных с фиксированными эффектами							
Столбец (5) - модель с панельной корректировкой стандартных ошибок							

Таблица III.11 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Либерализация цен ¹	-0.122** (0.059)	-0.094 (0.058)	-0.077 (0.061)		-0.084 (0.055)	-0.109* (0.058)	-0.133* (0.071)	-0.188*** (0.069)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.476*** (0.046)	-0.451*** (0.046)	-0.440*** (0.047)		-0.292*** (0.052)	-0.414*** (0.047)			
Политика поощрения конкуренции ³	0.104** (0.045)								
Финансовая стабильность ⁴	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	
Реформа предприятий ⁵			-0.058 (0.066)	-0.274*** (0.071)					
Доля сельского хозяйства в ВВП, %					0.027*** (0.004)				
Внешняя стабильность ⁶						-0.008** (0.003)			
Реформа банковского сектора ⁷							-0.171*** (0.047)		
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸								-0.142** (0.062)	
Константа	2.039*** (0.262)	2.072*** (0.264)	2.103*** (0.267)	0.601*** (0.176)	1.053*** (0.300)	1.940*** (0.266)	0.959*** (0.275)	1.026*** (0.291)	
Количество наблюдений	235	235	235	235	219	235	235	235	
Количество стран	21	21	21	21	21	21	21	21	
Коэффициент детерминации:	within	0.515	0.503	0.505	0.286	0.569	0.518	0.315	0.290
	between	0.576	0.589	0.606	0.411	0.380	0.606	0.486	0.399
	overall	0.362	0.366	0.366	0.264	0.291	0.394	0.314	0.276
F- статистика	55.81	71.19	53.53	42.51	64.02	56.31	32.32	28.68	
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость									
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития; ⁴ Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; ⁶ Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах									
Модель панельных данных с фиксированными эффектами									

Таблица III.12 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, семь беднейших стран СНГ

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Либерализация цен ¹	-0.409 (0.258)	-0.364 (0.254)	-0.348 (0.259)	-0.178 (0.309)	-0.415 (0.259)		-0.907*** (0.267)	-0.226*** (0.039)
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.489*** (0.080)	-0.494*** (0.080)	-0.440*** (0.090)	-0.397*** (0.100)	-0.462*** (0.086)			
Политика поощрения конкуренции ³	0.105 (0.120)							
Финансовая стабильность ⁴	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.002 (0.001)	0.001 (0.001)		-0.001 (0.001)	0.002*** (0.0006)
Реформа предприятий ⁵			-0.251 (0.203)					
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.018** (0.008)				
Внешняя стабильность ⁶					-0.004 (0.005)	-0.016*** (0.006)		
Реформа банковского сектора ⁷							-0.458*** (0.142)	
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸								-0.321*** (0.064)
Константа	3.232*** (0.892)	3.282*** (0.889)	3.531*** (0.908)	1.715 (1.235)	3.327*** (0.890)	0.100 (0.061)	4.720*** (1.010)	1.540*** (0.235)
Количество наблюдений	78	78	78	72	78	84	78	78
Количество стран	7	7	7	7	7	7	7	7
Коэффициент детерминации:								
within	0.496	0.490	0.501	0.500	0.497	0.095	0.306	
between	0.443	0.452	0.494	0.500	0.451	0.422	0.506	0.269
overall	0.212	0.216	0.236	0.298	0.223	0.008	0.165	
F- статистика (Статистика Вальда $\chi^2(8)$)	16.45	21.75	16.82	15.22	16.54	16.54	10.01	39.70
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
^{1, 2, 3, 5, 7, 8} Индексы Европейского банка реконструкции и развития; ⁴ Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; ⁶ Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах								
Столбцы (1) - (7) - модель панельных данных с фиксированными эффектами								
Столбец (8) - модель с панельной корректировкой стандартных ошибок								

Таблица III.13 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны Центральной и Восточной Европы и Балтии

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Либерализация цен ¹	-0.092** (0.042)	-0.127*** (0.042)	-0.100** (0.042)	-0.026 (0.042)	-0.002 (0.035)	-0.094** (0.041)	-0.017 (0.041)	-0.057 (0.035)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.142*** (0.050)		-0.183*** (0.042)	-0.133*** (0.039)	-0.030 (0.038)	-0.156*** (0.041)	-0.114*** (0.040)	-0.089** (0.037)	
Политика поощрения конкуренции ³	-0.029 (0.020)	-0.061*** (0.017)							
Финансовая стабильность ⁴	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.0019*** (0.0005)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.002*** (0.0005)	
Реформа предприятий ⁵				-0.093*** (0.021)					
Доля сельского хозяйства в ВВП, %					0.037*** (0.005)				
Внешняя стабильность ⁶						0.004*** (0.001)			
Реформа банковского сектора ⁷							-0.077*** (0.015)		
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸								-0.094*** (0.014)	
Константа	1.066*** (0.208)	0.689*** (0.168)	1.191*** (0.192)	0.949*** (0.181)	-0.014 (0.217)	1.075*** (0.187)	0.805*** (0.185)	0.909*** (0.162)	
Количество наблюдений	92	92	92	92	87	92	92	92	
Количество стран	8	8	8	8	8	8	8	8	
Коэффициент детерминации:	within	0.418	0.358	0.402	0.521	0.663	0.460	0.544	0.608
	between	0.306	0.294	0.254	0.228	0.010	0.246	0.182	0.023
	overall	0.303	0.240	0.272	0.370	0.346	0.292	0.337	0.334
F- статистика	14.35	15.06	18.14	21.72	36.93	17.04	23.88	30.99	
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость									
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития; 4 Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; 6 Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах									
Модель панельных данных с фиксированными эффектами									

Таблица III.14 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны Юго-Восточной Европы и СНГ

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Либерализация цен ¹	-0.183** (0.085)	-0.153 (0.132)	-0.113 (0.087)	-0.149* (0.080)	-0.166** (0.083)	-0.151* (0.085)	-0.199** (0.093)	-0.231** (0.093)	
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.352*** (0.052)	-0.651*** (0.079)	-0.317*** (0.053)	-0.193*** (0.058)	-0.320*** (0.053)	-0.330*** (0.056)			
Политика поощрения конкуренции ³	0.081 (0.082)	-0.254* (0.133)							
Финансовая стабильность ⁴	0.005*** (0.001)		0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	
Реформа предприятий ⁵			-0.218* (0.117)						
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.032*** (0.006)					
Внешняя стабильность ⁶					-0.007** (0.0037)				
Реформа банковского сектора ⁷						-0.055 (0.073)	-0.231*** (0.073)		
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸								-0.238*** (0.090)	
Константа	1.796*** (0.356)	2.353*** (0.353)	2.003*** (0.353)	0.687* (0.399)	1.728*** (0.352)	1.888*** (0.350)	1.319*** (0.350)	1.343*** (0.378)	
Количество наблюдений	179	245	179	165	179	179	179	179	
Количество стран	16	19	16	16	16	16	16	16	
Коэффициент детерминации:	within	0.415	0.329	0.424	0.491	0.426	0.413	0.288	0.275
	between	0.498	0.339	0.531	0.107	0.489	0.491	0.434	0.247
	overall	0.305	0.195	0.317	0.197	0.336	0.305	0.273	0.235
F- статистика	28.18	36.49	29.24	34.93	29.47	29.47	21.53	20.20	
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость									
1, 2, 3, 5, 7, 8 Индексы Европейского банка реконструкции и развития; 4 Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; 6 Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах									
Модель панельных данных с фиксированными эффектами									

Таблица III.15 – Влияние на инфляцию факторов, влияющих на изменение предложения денег, страны с переходной экономикой (кроме России)

зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Либерализация цен ¹	-0.145** (0.065)	-0.089 (0.066)	-0.164** (0.076)	-0.103* (0.061)	-0.268*** (0.071)	-0.165** (0.075)	-0.205*** (0.073)
Внешнеэкономическая либерализация ²	-0.418*** (0.043)	-0.384*** (0.044)		-0.249*** (0.050)			
Политика поощрения конкуренции ³	0.093 (0.050)						
Финансовая стабильность ⁴	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)
Реформа предприятий ⁵		-0.104 (0.068)	-0.271*** (0.075)				
Доля сельского хозяйства в ВВП, %				0.028*** (0.005)			
Внешняя стабильность ⁶					-0.011*** (0.003)		
Реформа банковского сектора ⁷						-0.182*** (0.048)	
Реформа небанковских финансовых институтов ⁸							-0.209*** (0.061)
Константа	1.925*** (0.274)	2.036*** (0.276)	1.260*** (0.301)	0.950*** (0.318)	0.958*** (0.292)	1.126*** (0.293)	1.251*** (0.301)
Количество наблюдений	259	259	259	241	259	259	259
Количество стран	23	23	23	23	23	23	23
Коэффициент детерминации: within between overall	0.465	0.463	0.284	0.520	0.278	0.288	0.281
	0.581	0.616	0.532	0.350	0.357	0.499	0.396
	0.348	0.346	0.277	0.264	0.266	0.285	0.247
F - статистика	50.49	49.94	30.81	58.02	30.16	31.37	30.32
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость							
^{1, 2, 3, 5, 7, 8} Индексы Европейского банка реконструкции и развития; ⁴ Отношение государственного долга к ВВП в предшествующем году, в процентах; ⁶ Отношение баланса счета текущих операций к ВВП в предшествующем году, в процентах							
Модель панельных данных с фиксированными эффектами							

Переменная	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Показатель готовности страны к преобразованиям с точки зрения уровня развития ⁺					0.011* (0.006)			
Группа по величине дефицита государственного бюджета на начало реформ ⁺								
Группа по величине монетизации на начало реформ ⁺								
Группа по величине «усталости от экономического спада» на начало реформ ⁺	-0.025* (0.014)	-0.044 (0.028)				-0.052* (0.027)		
Группа по величине «усталости от инфляции» на начало реформ ⁺			-0.006 (0.008)	-0.020 (0.018)			-0.029* (0.017)	
Страны, сориентированные на реформы к моменту начала реформ ⁺	-0.086** (0.037)	-0.186** (0.093)	-0.088** (0.042)	-0.186* (0.100)				
Страны, где отсутствовало единство мнений по отношению к реформам к моменту начала реформ ⁺	-0.042 (0.052)	-0.112 (0.125)	-0.055 (0.055)	-0.132 (0.125)				
Сравнительный экономический прогресс к концу десятилетия реформ ⁺								0.015** (0.007)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.414*** (0.031)	0.374*** (0.054)	0.410*** (0.031)	0.359*** (0.056)	0.418*** (0.031)	0.399*** (0.053)	0.378*** (0.054)	0.631*** (0.015)
Константа	0.174*** (0.055)	0.344*** (0.108)	0.144*** (0.046)	0.321*** (0.109)	0.022 (0.018)	0.238*** (0.071)	0.213*** (0.080)	-0.010 (0.012)
Количество наблюдений	312	130	300	125	312	130	125	182
Количество стран	26	26	25	25	26	26	25	26
Коэффициент детерминации	0.548	0.485	0.542	0.478	0.537	0.472	0.465	0.780
Статистика Вальда χ^2	383.40	208.75	300.53	139.16	249.13	59.72	77.20	308.48
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
⁺ Расчеты и оценки автора (см. главу 1)								
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок								
Столбцы (1), (3), (5), (7), (9), (11), (13), – 1994-2006 годы; столбцы (2), (4), (6), (8), (10), (12), (14), (15) – 1994-1999 годы; столбец (16) – 2000-2006 годы.								

Таблица III.17– Инфляция и экономическая свобода: показатели экономической свободы, 1994-2006 годы
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Общий индекс экономической свободы ¹	- 0.121*** (0.028)	- 0.214*** (0.045)								
Свобода для бизнеса (создание и функционирование предприятий) ²			-0.041* (0.024)	-0.078** (0.031)						
Свобода торговли (отсутствие барьеров для экспорта и импорта) ³					0.021 (0.022)	0.005 (0.026)				
Свобода с точки зрения налогообложения (налоговые ставки и уровень финансовых изъятий) ⁴							- 0.385*** (0.066)	- 0.464*** (0.069)		
Свобода с точки зрения минимизации государственных расходов ⁵									-0.015 (0.015)	-0.012 (0.017)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.446*** (0.009)	0.451*** (0.012)	0.457*** (0.010)	0.471*** (0.012)	0.462*** (0.009)	0.478*** (0.010)	0.413*** (0.016)	0.419*** (0.016)	0.459*** (0.010)	0.477*** (0.010)
Константа	0.118*** (0.019)	0.172*** (0.033)	0.068*** (0.014)	0.084*** (0.020)	0.036*** (0.012)	0.046** (0.018)	0.369*** (0.061)	0.430*** (0.063)	0.060*** (0.015)	0.057*** (0.015)
Количество наблюдений	282	241	282	241	282	241	282	241	282	241
Количество стран	27	23	27	23	27	23	27	23	27	23
Коэффициент детерминации	0.455	0.466	0.453	0.463	0.453	0.460	0.468	0.481	0.453	0.460
Статистика Вальда χ^2 Р - уровень	2437.61 0.000	2580.73 0.000	2061.69 0.000	2200.56 0.000	3229.97 0.000	2483.08 0.000	3961.20 0.000	3551.36 0.000	2062.07 0.000	2284.81 0.000

Окончание таблицы III.17

Переменная	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
Обеспечение устойчивости цен без контроля со стороны государства ⁶	-0.064*** (0.019)	-0.089*** (0.017)								
Свобода движения капитала ⁷			0.008 (.016)	-0.049*** (0.016)						
Свобода финансового сектора ⁸					-0.034** (0.017)	-0.081*** (0.020)				
Обеспечение прав частной собственности ⁹							-0.028** (0.012)	-0.061*** (0.017)		
Свобода от коррупции ¹⁰									-0.040* (0.022)	-0.059** (0.028)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.434*** (0.007)	0.442*** (0.007)	0.460*** (0.010)	0.473*** (0.010)	0.456*** (0.009)	0.467*** (0.009)	0.459*** (0.010)	0.475*** (0.010)	0.456*** (0.011)	0.471*** (0.012)
Константа	0.092*** (0.011)	0.108*** (0.012)	0.047*** (0.006)	0.078*** (0.014)	0.068*** (0.010)	0.095*** (0.016)	0.062*** (0.011)	0.078*** (0.016)	0.064*** (0.014)	0.070*** (0.018)
Количество наблюдений	282	241	282	241	282	241	282	241	281	240
Количество стран	27	23	27	23	27	23	27	23	27	23
Коэффициент детерминации	0.456	0.467	0.452	0.461	0.453	0.464	0.453	0.462	0.453	0.461
Статистика Вальда χ^2	5155.54	4975.46	3105.98	2798.00	2639.96	2484.35	2302.97	5804.60	2321.20	2694.06
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость										
1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 Индексы экономической свободы Heritage Foundation общих и по отдельным направлениям (стобалльная шкала), преобразованные в индексы от нуля (отсутствие свободы) до единицы (полная свобода). Все индексы – на конец предшествующего года										
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок Столбцы (1), (3), (5), (7), (9), (11), (13), (15), (17), (19) - все страны; столбцы (2), (4), (6), (8), (10), (12), (14), (16), (18), (20) - страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей										

Окончание таблицы III.18

Переменная	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
Обеспечение устойчивости цен без контроля со стороны государства ⁶	0.048 (0.114)	0.004 (0.128)								
Свобода движения капитала ⁷			0.083 (0.167)	-0.093 (0.186)						
Свобода финансового сектора ⁸					0.051 (0.080)	-0.061 (0.102)				
Обеспечение прав частной собственности ⁹							-0.078 (0.092)	-0.192** (0.096)		
Свобода от коррупции ¹⁰									-0.153 (0.104)	-0.219* (0.116)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.424*** (0.116)	0.429*** (0.123)	0.418*** (0.109)	0.422*** (0.106)	0.416*** (0.108)	0.425*** (0.109)	0.411*** (0.105)	0.420*** (0.106)	0.398*** (0.102)	0.406*** (0.105)
Константа	0.076 (0.072)	0.097 (0.084)	0.050 (0.105)	0.155 (0.115)	0.071 (0.070)	0.131 (0.182)	0.134* (0.073)	0.194** (0.079)	0.151* (0.061)	0.180*** (0.067)
Количество наблюдений	100	87	100	87	100	87	100	87	99	86
Количество стран	25	21	25	21	25	21	25	21	25	21
Коэффициент детерминации	0.352	0.358	0.353	0.360	0.352	0.359	0.352	0.364	0.354	0.365
Статистика Вальда χ^2	15.22	16.88	14.79	15.97	15.10	18.27	19.85	25.81	18.34	21.34
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость										
1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 Индексы экономической свободы Heritage Foundation общий и по отдельным направлениям (стобалльная шкала), преобразованные в индексы от нуля (отсутствие свободы) до единицы (полная свобода). Все индексы – на конец предшествующего года										
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок Столбцы (1), (3), (5), (7), (9), (11), (13), (15), (17), (19) - все страны; столбцы (2), (4), (6), (8), (10), (12), (14), (16), (18), (20) - страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей										

Таблица III.19 – Инфляция и экономическая свобода: показатели экономической свободы, 2000-2006 годы
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Общий индекс экономической свободы ¹	-0.036 (0.028)	-0.005 (0.031)								
Свобода для бизнеса (создание и функционирование предприятий) ²			-0.002 (0.015)	0.008 (0.015)						
Свобода торговли (отсутствие барьеров для экспорта и импорта) ³					0.056* (0.030)	0.074** (0.035)				
Свобода с точки зрения налогообложения (налоговые ставки и уровень финансовых изъятий) ⁴							-0.099* (0.056)	-0.115* (0.062)		
Свобода с точки зрения минимизации государственных расходов ⁵									0.008 (0.015)	0.003 (0.019)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.588*** (0.025)	0.626*** (0.025)	0.599*** (0.025)	0.631*** (0.024)	0.614*** (0.018)	0.647*** (0.015)	0.588*** (0.028)	0.613*** (0.027)	0.599*** (0.024)	0.628*** (0.024)
Константа	0.042** (0.019)	0.020 (0.021)	0.022** (0.009)	0.013 (0.010)	-0.019 (0.018)	-0.036 (0.022)	0.105** (0.051)	0.114** (0.054)	0.015* (0.009)	0.015 (0.010)
Количество наблюдений	182	154	182	154	182	154	182	154	182	154
Количество стран	27	23	27	23	27	23	27	23	27	23
Коэффициент детерминации	0.812	0.841	0.812	0.841	0.816	0.847	0.816	0.846	0.812	0.841
Статистика Вальда χ^2 Р - уровень	674.89 0.000	718.70 0.000	619.19 0.000	704.02 0.000	2280.99 0.000	3727.13 0.000	1131.95 0.000	1054.63 0.000	684.43 0.000	809.34 0.000

Окончание таблицы III.19

Переменная	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
Обеспечение устойчивости цен без контроля со стороны государства ⁶	-0.051* (0.027)	-0.040 (0.031)								
Свобода движения капитала ⁷			-0.025* (0.014)	-0.009 (0.023)						
Свобода финансового сектора ⁸					-0.032** (0.013)	-0.029* (0.016)				
Обеспечение прав частной собственности ⁹							-0.027*** (0.008)	-0.011 (0.008)		
Свобода от коррупции ¹⁰									0.008 (0.020)	0.023 (0.026)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.564*** (0.032)	0.599*** (0.037)	0.590*** (0.025)	0.624*** (0.028)	0.582*** (0.025)	0.610*** (0.026)	0.595*** (0.024)	0.626*** (0.024)	0.601*** (0.023)	0.634*** (0.022)
Константа	0.060*** (0.022)	0.048* (0.026)	0.035*** (0.012)	0.023 (0.018)	0.039*** (0.010)	0.035*** (0.013)	0.032*** (0.009)	0.022** (0.009)	0.018* (0.010)	0.009 (0.012)
Количество наблюдений	182	154	182	154	182	154	182	154	182	154
Количество стран	27	23	27	23	27	23	27	23	27	23
Коэффициент детерминации	0.815	0.843	0.813	0.841	0.816	0.843	0.813	0.841	0.812	0.842
Статистика Вальда χ^2	1132.25	997.31	736.39	757.83	745.08	773.35	1026.12	966.53	672.72	803.88
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость										
1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 Индексы экономической свободы Heritage Foundation общий и по отдельным направлениям (стобальная шкала), преобразованные в индексы от нуля (отсутствие свободы) до единицы (полная свобода). Все индексы – на конец предшествующего года										
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок										
Столбцы (1), (3), (5), (7), (9), (11), (13), (15), (17), (19) - все страны;										
столбцы (2), (4), (6), (8), (10), (12), (14), (16), (18), (20) - страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей										

Таблица III.20 – Инфляция и экономическая свобода:

сравнительный анализ стран с различными уровнями экономической свободы, 1994-2006 годы

Зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Страна по большей части экономически свободная ¹	-0.032*** (0.009)	-0.033*** (0.009)	-0.042*** (0.007)	-0.046*** (0.008)	-0.051*** (0.008)	-0.069*** (0.012)
Страна экономически умеренно свободная ²			-0.042*** (0.008)	-0.046*** (0.009)	-0.051*** (0.010)	-0.070*** (0.013)
Страна по большей части экономически не-свободная ³					-0.015** (0.006)	-0.036*** (0.009)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.458*** (0.010)	0.475*** (0.010)	0.449*** (0.010)	0.464*** (0.011)	0.443*** (0.010)	0.448*** (0.012)
Константа	0.053*** (0.010)	0.053*** (0.011)	0.065*** (0.011)	0.067*** (0.012)	0.074*** (0.012)	0.092*** (0.016)
Количество наблюдений	282	241	282	241	282	241
Количество стран	27	23	27	23	27	23
Коэффициент детерминации	0.453	0.461	0.457	0.466	0.458	0.468
Статистика Вальда χ^2	2001.10	2132.32	4027.12	4350.57	4376.22	4093.57
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
^{1, 2, 3} Дамми переменные на основе классификации стран по индексу экономической свободы Heritage Foundation; исключенная переменная – страна с подавленной экономической свободы; все показатели – на конец предшествующего года						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						
Столбцы (1), (3), (5) - все страны; столбцы (2), (4), (6) - страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей						

Таблица III.21 – Инфляция и экономическая свобода:

сравнительный анализ стран с различными уровнями экономической свободы, 1994-1999 годы

Зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Страна по большей части экономически свободная ¹	-0.078** (0.032)	-0.083** (0.033)	-0.087* (0.045)	-0.095* (0.048)	-0.081 (0.068)	-0.115 (0.081)
Страна экономически умеренно свободная ²			-0.068* (0.041)	-0.076* (0.043)	-0.062 (0.062)	-0.096 (0.075)
Страна по большей части экономически не-свободная ³					0.013 (0.046)	-0.037 (0.063)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.409*** (0.105)	0.422*** (0.109)	0.403*** (0.104)	0.415*** (0.109)	0.407*** (0.111)	0.404*** (0.115)
Константа	0.104** (0.043)	0.108** (0.047)	0.114** (0.046)	0.120** (0.051)	0.107 (0.069)	0.142* (0.083)
Количество наблюдений	100	87	100	87	100	87
Количество стран	25	21	25	21	25	21
Коэффициент детерминации	0.354	0.361	0.356	0.365	0.356	0.366
Статистика Вальда χ^2	31.37	34.77	26.46	27.58	40.14	35.05
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
^{1, 2, 3} Дамми переменные на основе классификации стран по индексу экономической свободы Heritage Foundation; исключенная переменная – страна с подавленной экономической свободы; все показатели – на конец предшествующего года						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						
Столбцы (1), (3), (5) - все страны; столбцы (2), (4), (6) - страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей						

Таблица III.22 – Инфляция и экономическая свобода:

сравнительный анализ стран с различными уровнями экономической свободы, 2000-2006 годы

Зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Страна по большей части экономически свободная ¹	-0.003 (0.008)	0.000 (0.007)	-0.007 (0.006)	-0.004 (0.007)	-0.016* (0.009)	-0.007 (0.013)
Страна экономически умеренно свободная ²			-0.013*** (0.004)	-0.010** (0.005)	-0.021** (0.009)	-0.013 (0.012)
Страна по большей части экономически не-свободная ³					-0.014* (0.008)	-0.004 (0.011)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.599*** (0.024)	0.628*** (0.023)	0.590*** (0.024)	0.620*** (0.025)	0.579*** (0.026)	0.616*** (0.030)
Константа	0.021*** (0.006)	0.017*** (0.006)	0.026*** (0.007)	0.021*** (0.008)	0.035*** (0.011)	0.024 (0.015)
Количество наблюдений	182	154	182	154	182	154
Количество стран	27	23	27	23	27	23
Коэффициент детерминации	0.812	0.841	0.814	0.842	0.816	0.842
Статистика Вальда χ^2	659.94	725.57	1012.79	1009.11	1311.40	1149.45
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
^{1, 2, 3} Дамми переменные на основе классификации стран по индексу экономической свободы Heritage Foundation; исключенная переменная – страна с подавленной экономической свободы; все показатели – на конец предшествующего года.						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						
Столбцы (1), (3), (5) - все страны; столбцы (2), (4), (6) - страны, не являющиеся экспортерами энергоносителей						

Таблица III.23 – Инфляция, политическая свобода и демократия, 1994-2006 годы
все страны с переходной экономикой

Зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Коэффициент Джини	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.001)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.013*** (0.011)	-0.008*** (0.002)
Общий индекс свободы ¹	-0.140*** (0.022)				-0.781*** (0.100)	
Индекс демократизации ²		-0.176*** (0.045)				-0.493*** (0.116)
Произведение коэффициента Джини на общий индекс свободы					0.018*** (0.002)	
Произведение коэффициента Джини на индекс демократизации						0.009*** (0.002)
Страна свободная ³			-0.027*** (0.004)	-0.090*** (0.015)		
Страна частично свободная ⁴				-0.091*** (0.018)		
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.340*** (0.011)	0.473*** (0.019)	0.346*** (0.008)	.344*** (0.010)	0.340*** (0.011)	0.473*** (0.019)
Константа	0.304*** (0.042)	0.289*** (0.067)	0.165*** (0.027)	0.221*** (0.036)	0.663*** (0.080)	0.438*** (0.099)
Количество наблюдений	286	239	286	286	286	239
Количество стран	25	25	25	25	25	25
Коэффициент детерминации	0.476	0.315	0.465	0.476	0.486	0.318
Статистика Вальда χ^2	10111.21	789.98	1834.44	4730.18	4490.03	1038.95
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
¹ Индекс Freedom House (семибалльная шкала), преобразованный в индекс от нуля (отсутствие свободы) до единицы (полная свобода).						
² Индекс Freedom House (семибалльная шкала), преобразованный в индекс от нуля («отсутствие демократии») до единицы («полная демократия»).						
^{3,4} Дамми переменные на основе Индексов Freedom House (семибалльная шкала), Исключенная переменная – страна несвободная Все индексы – на конец предшествующего года Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок.						

Таблица III.24 – Инфляция, политическая свобода и демократия, 1994-2006 годы, страны с переходной экономикой, не являющиеся экспортерами энергоносителей
Зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Коэффициент Джини	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.002*** (0.0006)	-0.001* (0.0007)	-0.016*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
Общий индекс свободы ¹	-0.183*** (0.032)				-0.898*** (0.136)	
Индекс демократизации ²		-0.217*** (0.055)				-0.464*** (0.098)
Произведение коэффициента Джини на общий индекс свободы					0.020*** (0.003)	
Произведение коэффициента Джини на индекс демократизации						0.007*** (0.002)
Страна свободная ³			-0.030*** (0.004)	-0.147*** (0.027)		
Страна частично свободная ⁴				-0.159*** (0.034)		
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.318*** (0.012)	0.458*** (0.023)	0.329*** (0.009)	0.329*** (0.010)	0.316*** (0.013)	0.454*** (0.024)
Константа	0.355*** (0.055)	0.338*** (0.079)	0.175*** (0.034)	0.266*** (0.048)	0.794*** (0.110)	0.462*** (0.099)
Количество наблюдений	252	211	252	252	252	211
Количество стран	22	22	22	22	22	22
Коэффициент детерминации	0.428	0.325	0.408	0.436	0.439	0.327
Статистика Вальда χ^2	3522.03	514.20	1469.26	4164.65	2073.75	710.10
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
¹ Индекс Freedom House (семибалльная шкала), преобразованный в индекс от нуля (отсутствие свободы) до единицы (полная свобода).						
² Индекс Freedom House (семибалльная шкала), преобразованный в индекс от нуля («отсутствие демократии») до единицы («полная демократия»).						
^{3,4} Дамми переменные на основе Индексов Freedom House (семибалльная шкала).						
Исключенная переменная – страна несвободная.						
Все индексы – на конец предшествующего года						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

ОЦЕНКИ ИЗДЕРЖЕК И ВЫГОД ИНФЛЯЦИИ

Таблица IV.1 – Сеньораж в странах с переходной экономикой, % от ВВП

Страна	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Албания	5,14	2,17	8,53	-0,25	4,12	3,72	3,62	2,25		2,40	2,41	2,20
Армения	2,64	1,87	1,27	0,26	-0,001	1,80	0,68	2,26	0,46	0,81	3,31	3,09
Азербайджан	5,49	1,17	2,81	-1,93	1,00	1,67	0,12	0,84	1,48	3,72	0,42	6,18
Беларусь	4,16	2,78	3,56	5,85	3,91	2,51	2,51	1,04	1,56	1,41	2,71	1,04
Болгария	5,02	6,92	11,8	1,10	1,76	4,87	2,49	1,50	3,69	4,27	2,10	3,61
Босния и Герцеговина				1,19	6,46	1,22	13,66	-1,75	2,00	4,00	4,32	5,67
Венгрия	1,90	-0,86	2,25	1,70	2,34	1,69	0,14	0,50	0,93	1,01	0,78	0,99
Грузия		1,44	1,50	-0,35	0,86	1,38	0,60	1,14	0,86	2,82	1,21	1,92
Казахстан	3,37	1,32	1,93	-2,06	2,16	0,30	1,41	2,21	1,34	4,44	0,94	8,29
Киргизия		2,09	1,75	0,68	2,08	0,77	0,75	3,05	2,98	2,35	3,06	6,49
Латвия	0,16	2,01	2,89	0,75	1,29	0,85	1,44	2,05	0,75	2,00	4,69	8,15
Литва	2,35	0,16	2,00	2,11	-0,39	-0,30	0,67	1,71	2,41	0,74	2,68	2,08
Македония	1,15	-0,15	0,98	0,28	1,48	2,66	0,68	0,33	0,05	0,13	1,99	1,82
Молдова	3,52	0,95	3,16	-0,83	3,46	2,87	2,85	3,43	1,96	4,73	4,47	
Польша	2,62	1,38	2,26	1,29	-0,11	-0,26	1,91	-0,20	0,51	0,43	1,17	1,62
Россия	4,71	1,77	1,94	2,30	3,66	3,77	2,30	2,82	5,13	2,73	2,47	4,51
Румыния								0,82	0,92	1,57	2,95	3,59
Сербия				3,13	1,88	11,8	3,54	2,01	1,29	2,50	6,15	7,84
Словакия	2,56	2,80	2,06	-0,68	2,14	0,47	2,51	0,21		0,08	1,94	

Словения	0,54	0,57	0,83	0,79	0,91	0,09	1,52	-0,09	0,25	0,18	0,25	
Таджикистан					1,21	2,66	1,05	0,93	1,41	0,40	5,65	3,62
Украина	3,72	1,74	2,61	1,20	2,74	3,15	2,69	3,43	3,47	3,95	6,58	2,69
Хорватия	1,75	1,59	1,08	0,79	2,03	1,28	3,31	3,15	3,17	3,02	3,48	3,15
Чехия	8,15	0,10	0,01	3,89	1,80	1,45	1,05		0,73	0,35	0,73	1,45
Эстония	1,94	1,98	3,33	0,69	2,89	1,78	-1,19	-0,15	1,26	2,12	3,14	3,28
Среднее	3,20	1,61	2,79	0,95	2,07	2,18	2,10	1,40	1,68	2,09	2,78	3,79

Таблица IV.2 – Инфляционный налог на денежную базу в странах с переходной экономикой, % от ВВП

Страна	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Албания	1,18	2,47	6,51	1,77	-0,22	0,92	0,81	0,42		0,49	0,45	0,46
Армения	1,02	0,29	1,03	-0,07	0,11	0,03	0,19	0,14	0,56	0,12	-0,02	0,46
Азербайджан	2,66	0,44	0,03	-0,64	-0,03	0,14	0,10	0,20	0,23	0,74	0,36	0,08
Беларусь	2,50	1,39	1,97	4,20	2,97	1,70	1,16	0,97	0,78	0,51	0,37	0,36
Болгария	3,01	8,17	6,26	0,10	0,68	1,39	0,71	0,60	0,94	0,75	1,26	1,26
Босния и Герцеговина				0,05	-0,06	0,32	0,05	-0,13	0,05	-0,06	0,90	1,46
Венгрия	2,56	1,61	1,34	0,85	1,01	0,98	0,65	0,43	0,50	0,48	0,31	0,62
Грузия		0,56	0,36	0,52	0,50	0,25	0,20	0,34	0,42	0,52	0,49	0,67
Казахстан	1,75	1,24	0,63	0,11	0,75	0,45	0,30	0,38	0,41	0,48	0,56	0,81
Киргизия		2,53	1,05	1,34	2,23	0,61	0,25	0,19	0,56	0,33	0,65	0,82
Латвия	1,96	1,14	0,70	0,31	0,37	0,21	0,34	0,18	0,43	0,81	0,84	1,05
Литва	2,08	0,85	0,56	0,20	0,03	0,13	0,17	-0,09	-0,14	0,30	0,33	0,51
Македония	0,36	-0,03	0,13	-0,13	0,13	0,41	0,31	0,10	0,22	-0,17	0,11	0,28
Молдова	1,98	1,37	1,12	1,86	3,14	1,66	0,69	0,54	1,74	1,59	1,51	
Польша	1,27	1,16	0,91	0,66	0,71	0,54	0,25	0,06	0,13	0,31	0,05	0,10
Россия	3,78	1,32	0,79	4,27	2,00	1,34	1,44	1,31	1,27	1,32	1,20	1,08
Румыния								0,74	0,56	0,41	0,49	0,38
Сербия				2,28	2,23	5,60	2,81	1,25	0,70	1,19	1,82	1,04
Словакия	0,64	0,57	0,74	0,63	1,47	0,92	0,76	0,42		0,53	0,37	
Словения	0,31	0,32	0,32	0,27	0,35	0,39	0,33	0,35	0,21	0,14	0,10	

Таджикистан					1,21	2,14	0,61	0,64	0,55	0,23	0,44	1,04
Украина	3,01	1,49	0,61	1,30	1,29	1,80	0,57	-0,07	1,01	1,49	1,45	1,74
Хорватия	0,17	0,20	0,24	0,35	0,30	0,47	0,25	0,23	0,25	0,44	0,65	0,40
Чехия	1,42	1,64	1,73	1,21	0,53	0,85	0,85		0,11	0,28	0,22	0,18
Эстония	2,41	1,28	1,17	0,45	0,45	0,61	0,46	0,25	0,11	0,47	0,39	0,60
Среднее	1,79	1,43	1,34	0,95	0,92	0,99	0,59	0,39	0,50	0,55	0,61	0,70

Таблица IV.3 – Инфляционный налог на денежную массу в странах с переходной экономикой, % от ВВП

Страна	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Албания	2,20	5,61	15,10	4,28	-0,58	2,40	2,09	1,06		1,36	1,30	1,38
Армения	1,51	0,39	1,39	-0,11	0,21	0,05	0,38	0,26	1,08	0,25	-0,03	0,79
Азербайджан	5,08	0,64	0,05	-0,96	-0,06	0,28	0,20	0,38	0,44	1,39	0,69	0,14
Беларусь	7,27	3,33	4,49	12,63	8,54	6,01	3,84	3,15	2,69	1,85	1,22	1,17
Болгария	14,16	40,93	17,77	0,25	1,74	3,32	1,71	1,51	2,34	1,85	3,31	
Босния и Герцеговина				0,41	-0,23	0,88	0,10	-0,28	0,12	-0,12	1,96	3,13
Венгрия	9,51	7,01	6,43	3,83	4,28	3,88	2,70	1,98	2,41	2,33	1,51	
Грузия		0,70	0,48	0,72	0,72	0,39	0,34	0,57	0,74	0,92	0,89	1,35
Казахстан	3,07	2,09	0,98	0,18	1,52	1,16	0,91	1,12	1,21	1,39	1,69	2,17
Киргизия		3,29	1,39	1,93	3,38	0,93	0,38	0,28	0,81	0,49	0,94	1,15
Латвия	4,50	2,25	1,40	0,64	0,75	0,46	0,81	0,45	1,16	2,41	2,52	
Литва	4,87	1,90	1,22	0,41	0,06	0,31	0,49	-0,27	-0,37	0,88	1,06	
Македония	0,95	-0,08	0,32	-0,34	0,37	1,01	0,81	0,29	0,76	-0,65	0,42	1,12
Молдова	2,97	2,25	1,89	3,13	5,29	2,95	1,31	1,08	3,81	3,66	3,45	4,85
Польша	4,78	4,45	3,54	2,62	3,25	2,94	1,43	0,33	0,67	1,63	0,27	
Россия	7,98	2,84	1,72	9,74	4,54	2,94	3,23	3,03	2,75	2,85	2,85	2,68
Румыния								3,77	3,11	2,33	2,44	1,41
Сербия				3,66	3,37	6,73	3,77	2,14	1,41	2,56	3,57	1,76
Словакия	3,76	3,02	3,58	3,07	7,27	4,64	3,82	2,04		3,23	2,11	
Словения	2,47	2,70	2,79	2,31	2,92	3,42	3,05	3,36	2,21	1,55	1,14	

Окончание таблицы IV.3

Таджикистан					1,40	2,49	0,75	0,90	0,85	0,36	0,62	1,49
Украина	6,00	2,84	1,08	2,28	2,31	3,22	1,08	-0,15	2,29	3,50	3,40	4,40
Хорватия	0,65	0,79	1,10	1,72	1,30	1,90	1,10	0,94	0,90	1,44	1,95	1,16
Чехия	4,84	5,34	5,84	3,77	1,48	2,40	2,59		0,73	1,84	1,46	
Эстония	5,02	2,91	2,80	1,07	1,04	1,47	1,37	0,90	0,42	1,71	1,40	
Среднее	4,82	4,53	3,59	2,49	2,29	2,34	1,59	1,20	1,41	1,64	1,69	1,88

ПРИЛОЖЕНИЕ V

РЕЖИМЫ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ И ЦЕЛЕВЫЕ ОРИЕНТИРЫ ИНФЛЯЦИИ

Таблица V.1 – Режимы денежной политики в странах с переходной экономикой

Страна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Албания	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Армения	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД+	ТД+	БНЯ+	ТИ+
Азербайджан	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Беларусь	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	БНЯ+	БНЯ+
Болгария	ТД	ТД	ТД	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК
Босния и Герцеговина				ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК
Венгрия	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+
Грузия	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Казахстан	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Киргизия	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД+	ТД+	ТД+	ТД+	ТД+	ТД+	ТД+	ТД+
Латвия	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК
Литва	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК
Македония	ТД	ТД	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК
Молдавия	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД
Польша	ТВК	ТВК	БНЯ	БНЯ	БНЯ	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+
Россия	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Румыния	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	ТИ+	ТИ+
Сербия и Черногория*	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+
Словакия	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	ТИ+	ТИ+

Словения	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	ТД	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Таджикистан	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+	БНЯ+
Узбекистан	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ
Украина	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ+	БНЯ+
Хорватия	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ	БНЯ
Чехия	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+	ТИ+
Эстония	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК	ТВК

ТД – таргетирование денежной массы; ТВК – таргетирование валютного курса;

БНЯ – денежная политика без явно выраженного единственного номинального якоря;

ТИ – таргетирование инфляции; + – наличие установленного целевого ориентира инфляции.

* с 1999 года Черногория проводит самостоятельную денежную политику;

Сербия перешла к режиму таргетирования инфляции в конце 2006 года.

Таблица V.2 – Целевые ориентиры инфляции в странах с переходной экономикой,
(прирост потребительских цен)

Страна	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Албания		7%	2-4%	2-4%	2-4%	2-4%	2-4%	2-4%	3±1%
Армения						3%	3%	3%	5±1,5%
Азербайджан				2,5%	2-3%	2,5%	2,5%	5-7% ^a	10% ^a
Беларусь									7-9%
Венгрия				7±1%	4,5±1%	3,5±1%	3,5±1%	4±1%	3,5±1%
Грузия							5-6%	5-6%	10%
Казахстан			9-10%	6-8%	5-7%	4-6%	5-7%	4,9-6,5%	5,7-8,5%
Киргизия		39%	15%	10-12%	6-8%	4-5%	4,5%	4,7%	5,7%
Польша	9,5%	6,6-7,8%	5,4-6,8%	6-8%	5±1%	3±1%	2,5±1%	2,5±1%	2,5±1%
Россия		30%	18%	12-14%	12-14%	10-12%	8-10%	7,5-8,5%	7-8,5%
Румыния					22%	14%	9%	7,5±1%	5±1%
Сербия*									7-9% ^a
Словакия**							5,5-7,3%	3,5±0,5%	2,5%
Словения					2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Таджикистан						7%	7%	6%	7%
Узбекистан								5-6%	
Украина								10,5-12%	9-11,5%
Чехия	6±0,5% ^a	4-5% ^a	3,5-5,5% ^a	2-4% ^a	3-5%	3,75±1%	3,5±1%	3,25±1%	3±1%

^a –чистая (базовая) инфляция

* с 1999 года Черногория проводит самостоятельную денежную политику.

** европейский «согласованный индекс потребительских цен»

Переменная	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-0.018 (0.014)					
Денежная политика с установленным целевым ориентиром инфляции		-0.055*** (0.009)				
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы при установленном целевом ориентире инфляции			-0.015 (0.015)			
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря при установленном целевом ориентире инфляции				-0.026 (0.031)	-0.036*** (0.010)	
Денежная политика с установленным целевым ориентиром инфляции, но без режима таргетирования инфляции						-0.036 (0.039)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.026** (0.013)	0.040*** (0.010)	0.028** (0.012)		0.034*** (0.011)	
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.425*** (0.008)	0.372*** (0.009)	0.381*** (0.010)	0.381*** (0.037)	0.377*** (0.010)	0.377*** (0.061)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.002 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.004 (0.004)	-0.005 (0.014)	-0.002 (0.003)	-0.008 (0.023)
Константа	0.077*** (0.015)	0.087*** (0.013)	0.075*** (0.015)	0.087*** (0.022)	0.076*** (0.014)	0.102*** (0.036)
Количество наблюдений	278	268	268	299	268	271
Количество стран	26	25	25	25	25	25
Коэффициент детерминации	0.537	0.503	0.499	0.497	0.500	0.491
Статистика Вальда χ^2	3770.68	3307.77	2146.65	156.79	2690.42	77.83
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

Таблица VI.2 – Результативность денежной политики: сравнение трех режимов денежной политики с четвертым, невключенным в модель, режимом денежной политики
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.098*** (0.023)	-0.052*** (0.015)	-0.051*** (0.011)		-0.086*** (0.014)	-0.159*** (0.029)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	-0.046*** (0.014)		0.001 (0.014)	0.052*** (0.015)		-0.099*** (0.021)
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса		0.046*** (0.014)	0.047** (0.019)	0.098*** (0.023)		
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-0.047** (0.019)	-0.001 (0.014)		0.051*** (0.011)		-0.097*** (0.024)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы при установленном целевом ориентире инфляции					-0.027* (0.016)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря при установленном целевом ориентире инфляции					-0.046*** (0.010)	
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса (валютное правление – страны Балтии)						-0.137*** (0.022)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.033** (0.013)	0.033** (0.013)	0.033** (0.013)	0.033** (0.013)	0.042*** (0.010)	0.032** (0.013)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.422*** (0.008)	0.422*** (0.008)	0.422*** (0.008)	0.422*** (0.008)	0.373*** (0.008)	0.416*** (0.009)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.010*** (0.003)
Константа	0.103*** (0.019)	0.057*** (0.012)	0.056*** (0.015)	0.005 (0.011)	0.089*** (0.014)	0.167*** (0.027)
Количество наблюдений	278	278	278	278	268	278
Количество стран	26	26	26	26	25	26
Коэффициент детерминации	0.541	0.541	0.541	0.541	0.504	0.550
Статистика Вальда χ^2	5198.14	5198.14	5198.14	5198.14	3279.67	10361.79
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

Таблица VI.3 – Результативность денежной политики для разных уровней инфляции – страны Центральной и Восточной Европы и Балтии
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Ограничения среднегодового индекса потребительских цен	нет	< 1.08	< 1.04	1.02 - 1.08	нет	< 1.08	< 1.06	< 1.04	1.02 - 1.08
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.033*** (0.011)	-0.027*** (0.009)	-0.036*** (0.005)	-0.023** (0.011)	-0.023*** (0.009)	-0.021*** (0.007)	-0.022*** (0.005)	-0.024*** (0.007)	-0.018* (0.011)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	-0.007 (0.009)	-0.006 (0.010)		-0.007** (0.003)	-0.010 (0.009)	-0.007 (0.008)			-0.008** (0.004)
Режим денежной политики без явного номинального якоря	-0.015 (0.010)	-0.017*** (0.005)	-0.028*** (0.008)	-0.018*** (0.004)	-0.013 (0.009)	-0.017*** (0.006)	-0.024*** (0.007)	-0.024*** (0.008)	-0.018*** (0.005)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.026*** (0.009)	0.012* (0.006)	0.021*** (0.008)	0.013 (0.009)					
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.641*** (0.037)	0.622*** (0.023)	0.622*** (0.042)	0.620*** (0.028)	0.650*** (0.035)	0.617*** (0.027)	0.616*** (0.032)	0.617*** (0.038)	0.615*** (0.024)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.099*** (0.021)	-0.071*** (0.018)	-0.073*** (0.003)	-0.076*** (0.023)	-0.091*** (0.020)	-0.064*** (0.012)	-0.063*** (0.005)	-0.060*** (0.006)	-0.069*** (0.023)
Константа	0.045*** (0.008)	0.036*** (0.006)	0.035*** (0.008)	0.038*** (0.007)	0.047*** (0.009)	0.037*** (0.006)	0.036*** (0.005)	0.035*** (0.007)	0.039*** (0.007)
Количество наблюдений	87	62	47	57	96	71	62	55	65
Количество стран	8	8	7	8	8	8	8	8	8
Коэффициент детерминации	0.874	0.907	0.920	0.907	0.869	0.904	0.912	0.916	0.904
Статистика Вальда χ^2	348.47	993.87	4517.36	1337.88	401.53	560.85	578.14	377.82	1345.98
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость									
Сравнение с режимом таргетирования валютного курса Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок									

Таблица VI.4 – Результативность денежной политики для разных уровней инфляции – страны Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы и Балтии
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ограничения среднегодового индекса потребительских цен	нет	< 1.08	1.02 - 1.08	нет	< 1.08	< 1.06	< 1.04	1.02 - 1.08
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.055*** (0.013)	-0.062*** (0.017)	-0.062*** (0.018)	-0.029 (0.026)	-0.026*** (0.009)	-0.031*** (0.004)	-0.034*** (0.005)	-0.021* (0.012)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	0.106*** (0.014)	0.149*** (0.012)	0.149*** (0.009)	0.129* (0.070)	0.178*** (0.008)	0.203*** (0.010)	0.203*** (0.014)	0.178*** (0.006)
Режим денежной политики без явного номинального якоря	-0.006 (0.014)	-0.002 (0.006)	-0.002 (0.004)	-0.007 (0.028)	-0.003 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.007)	-0.003 (0.004)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.091*** (0.018)	0.099*** (0.020)	0.119*** (0.022)					
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.359*** (0.030)	0.345*** (0.017)	0.344*** (0.017)	0.363** (0.181)	0.342*** (0.015)	0.331*** (0.015)	0.331*** (0.018)	0.342*** (0.015)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	0.050* (0.027)	0.051*** (0.015)	-0.050** (0.020)	0.028 (0.089)	0.040*** (0.014)	0.036** (0.016)	0.035* (0.020)	0.040*** (0.014)
Константа	0.023** (0.011)	0.020** (0.009)	0.018*** (0.002)	0.046 (0.035)	0.036*** (0.009)	0.040*** (0.003)	0.040*** (0.003)	0.036*** (0.005)
Количество наблюдений	147	122	117	168	143	134	127	137
Количество стран	14	14	14	14	14	14	14	14
Коэффициент детерминации	0.227	0.234	0.229	0.246	0.258	0.264	0.261	0.252
Статистика Вальда χ^2	456.87	1331.82	11157.39	35.37	1776.07	4815.14	5883.17	6652.29
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
Сравнение с режимом таргетирования валютного курса Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок.								

Таблица VI.5 – Результативность денежной политики для разных уровней инфляции – страны СНГ
зависимая переменная – логарифм среднегодового индекса потребительских цен (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)
Ограничения среднегодового индекса потребительских цен	нет	< 1.18	1.02-1.18
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.178 (0.203)	-0.022** (0.009)	-0.030*** (0.008)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	-0.200** (0.088)	-0.017*** (0.005)	-0.011*** (0.004)
Режим денежной политики без явного номинального якоря	-0.301** (0.144)	-0.008** (0.003)	-0.001 (0.004)
Логарифм среднегодового индекса потребительских цен за предыдущий год	0.404*** (0.028)	0.215*** (0.025)	0.168*** (0.018)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.062* (0.035)	-0.009*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
Константа	0.446** (0.191)	0.082*** (0.007)	0.088*** (0.005)
Количество наблюдений	144	86	76
Количество стран	12	12	12
Коэффициент детерминации	0.648	0.424	0.455
Статистика Вальда χ^2	343.03	7729.41	11544.76
P - уровень	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость			
Сравнение с режимом таргетирования валютного курса Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок.			

Таблица VI.6 – Результативность денежной политики – превышение фактических темпов инфляции над двухпроцентной инфляцией при исключении случаев дефляции

зависимая переменная – модифицированная разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и индекса цен 1,02 (если разность отрицательная, она приравнивается к нулю),
(в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.098*** (0.023)	-0.051*** (0.014)	-0.051*** (0.011)		-0.086*** (0.014)	-0.160*** (0.029)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	-0.047*** (0.014)		0.000 (0.013)	0.051*** (0.014)		-0.100*** (0.021)
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса		0.047*** (0.014)	0.047** (0.019)	0.098*** (0.023)		
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-0.047** (0.019)	0.000 (0.013)		0.051*** (0.011)		-0.097*** (0.024)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы при установленном целевом ориентире инфляции					-0.029** (0.015)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря при установленном целевом ориентире инфляции					-0.047*** (0.010)	
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса (валютное правление – страны Балтии)						-0.136*** (0.022)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.032** (0.013)	0.032** (0.013)	0.032** (0.013)	0.032** (0.013)	0.041*** (0.010)	0.031** (0.012)
Зависимая переменная за предыдущий год	0.421*** (0.009)	0.421*** (0.009)	0.421*** (0.009)	0.421*** (0.009)	0.372*** (0.009)	0.415*** (0.009)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.009*** (0.004)
Константа	0.093*** (0.019)	0.046*** (0.012)	0.046*** (0.015)	-0.005 (0.010)	0.078*** (0.013)	0.157*** (0.027)
Количество наблюдений	278	278	278	278	268	278
Количество стран	26	26	26	26	25	26
Коэффициент детерминации	0.540	0.540	0.540	0.540	0.503	0.549
Статистика Вальда χ^2	5259.29	5259.29	5259.29	5259.29	3477.53	12133.45
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

Таблица VI.7 – Результативность денежной политики – превышение фактических темпов инфляции над пятипроцентной инфляцией при исключении случаев дефляции
зависимая переменная – модифицированная разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и индекса цен 1,05 (если разность отрицательная, она приравнивается к нулю), (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.094*** (0.021)	-0.044*** (0.013)	-0.046*** (0.012)		-0.081*** (0.014)	-0.154*** (0.029)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	-0.051*** (0.013)		-0.002 (0.013)	0.044*** (0.013)		-0.102*** (0.021)
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса		0.051*** (0.013)	0.049** (0.019)	0.094*** (0.021)		
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-0.049** (0.019)	0.002 (0.013)		0.046*** (0.012)		-0.097*** (0.024)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы при установленном целевом ориентире инфляции					-0.031** (0.013)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря при установленном целевом ориентире инфляции					-0.046*** (0.010)	
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса (валютное правление – страны Балтии)						-0.133*** (0.024)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.030** (0.013)	0.030** (0.013)	0.030** (0.013)	0.030** (0.013)	0.038*** (0.010)	0.029** (0.013)
Зависимая переменная за предыдущий год	0.418*** (0.009)	0.418*** (0.009)	0.418*** (0.009)	0.418*** (0.009)	0.369*** (0.010)	0.413*** (0.009)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.009*** (0.003)
Константа	0.083*** (0.018)	0.032*** (0.011)	0.034** (0.014)	-0.011 (0.008)	0.066*** (0.012)	0.145*** (0.027)
Количество наблюдений	278	278	278	278	268	278
Количество стран	26	26	26	26	25	26
Коэффициент детерминации	0.537	0.537	0.537	0.537	0.499	0.545
Статистика Вальда χ^2	4889.25	4889.25	4889.25	4889.25	3582.72	5777.91
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

Таблица VI.8 – Результативность денежной политики:

разница между инфляцией в странах с переходной экономикой и инфляцией в еврозоне
зависимая переменная – разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и
среднегодового индекса потребительских цен в еврозоне, (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.062*** (0.017)	-0.082*** (0.021)	-0.034*** (0.009)		-0.067*** (0.013)	-0.108*** (0.022)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	0.019** (0.009)		0.047** (0.021)	0.082*** (0.021)		-0.019* (0.011)
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса		-0.019** (0.009)	0.028* (0.017)	0.062*** (0.017)		
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-0.028* (0.017)	-0.047** (0.021)		0.034*** (0.009)		-0.064*** (0.020)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы при установленном целевом ориентире инфляции					-0.023 (0.015)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря при установленном целевом ориентире инфляции					-0.032*** (0.009)	
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса (валютное правление – страны Балтии)						-0.096*** (0.017)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.018 (0.012)	0.018 (0.012)	0.018 (0.012)	0.018 (0.012)	0.018** (0.009)	0.018 (0.012)
Зависимая переменная за предыдущий год	0.455*** (0.017)	0.455*** (0.017)	0.455*** (0.017)	0.455*** (0.017)	0.396*** (0.025)	0.443*** (0.017)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.007** (0.003)
Константа	0.062*** (0.014)	0.081*** (0.018)	0.033** (0.014)	-0.001 (0.011)	0.068*** (0.015)	0.108*** (0.021)
Количество наблюдений	253	253	253	253	244	253
Количество стран	26	26	26	26	25	26
Коэффициент детерминации	0.409	0.409	0.409	0.409	0.333	0.417
Статистика Вальда χ^2	1692.47	1692.47	1692.47	1692.47	986.17	4790.23
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

Таблица VI.9 – Результативность денежной политики: разница между инфляцией в странах с переходной экономикой и инфляцией в еврозоне (при исключении случаев отрицательной разницы) зависимая переменная – модифицированная разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и среднегодового индекса потребительских цен в еврозоне (если разность оказывается отрицательной, она приравнивается к нулю), (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.062*** (0.017)	-0.080*** (0.020)	-0.034*** (0.009)		-0.067*** (0.013)	-0.108*** (0.022)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	0.018** (0.009)		0.047** (0.020)	0.080*** (0.020)		-0.020* (0.011)
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса		-0.018** (0.009)	0.029* (0.016)	0.062*** (0.017)		
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-0.029* (0.016)	-0.047** (0.020)		0.034*** (0.009)		-0.065*** (0.020)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы при установленном целевом ориентире инфляции					-0.026* (0.014)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря при установленном целевом ориентире инфляции					-0.033*** (0.009)	
Режим денежной политики – таргетирование валютного курса (валютное правление – страны Балтии)						-0.096*** (0.017)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	0.017 (0.012)	0.017 (0.012)	0.017 (0.012)	0.017 (0.012)	0.018** (0.009)	0.018 (0.012)
Зависимая переменная за предыдущий год	0.453*** (0.017)	0.453*** (0.017)	0.453*** (0.017)	0.453*** (0.017)	0.393*** (0.025)	0.441*** (0.017)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.006** (0.003)
Константа	0.063*** (0.014)	0.081*** (0.018)	0.034** (0.014)	0.001 (0.010)	0.069*** (0.014)	0.110*** (0.021)
Количество наблюдений	253	253	253	253	244	253
Количество стран	26	26	26	26	25	26
Коэффициент детерминации	0.407	0.407	0.407	0.407	0.330	0.414
Статистика Вальда χ^2	1773.18	1773.18	1773.18	1773.18	1100.95	7718.18
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость						
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок						

Таблица VI.10 – Результативность денежной политики: достижение целевого ориентира инфляции
(верхняя граница целевого ориентира инфляции)

зависимая переменная – разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и индекса потребительских цен, соответствующего верхней границе установленного целевого ориентира инфляции, (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.010*** (0.003)		-0.010*** (0.003)		-0.020*** (0.002)		-0.021*** (0.002)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря		0.011*** (0.004)		0.012*** (0.004)		0.024*** (0.003)		0.025*** (0.003)
Разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и индекса потребительских цен, соответствующего верхней границе установленного целевого ориентира инфляции за предыдущий год	0.121* (0.064)	0.108* (0.061)	0.123* (0.064)	0.109* (0.061)				
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)			0.001 (0.001)	0.001 (0.001)		
Константа	0.000 (0.002)	-0.009*** (0.003)	0.001 (0.002)	-0.009*** (0.002)	0.010*** (0.002)	-0.010*** (0.002)	-0.012*** (0.002)	-0.009*** (0.003)
Количество наблюдений	61	61	61	61	75	75	75	75
Количество стран	13	13	13	13	14	14	14	14
Коэффициент детерминации	0.157	0.175	0.155	0.173	0.045	0.068	0.043	0.068
Статистика Вальда χ^2	14.01	16.12	13.63	16.59	154.54	117.27	156.03	93.64
P - уровень	0.00	0.00	0.00	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок; все страны с установленным целевым ориентиром инфляции.								

Таблица VI.11 – Результативность денежной политики: достижение целевого ориентира инфляции
(нижняя граница целевого ориентира инфляции)

зависимая переменная – разность логарифмов среднегодового индекса потребительских цен и индекса потребительских цен, соответствующего нижней границе установленного целевого ориентира инфляции, (1-4 – фактическая, 5-8 – модифицировано: отрицательная разность приравнена к нулю)
(в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-0.011*** (0.003)		-0.012*** (0.002)		-0.012*** (0.002)		-0.013*** (0.001)	
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря		0.020*** (0.004)		0.021*** (0.003)		0.018*** (0.002)		0.018*** (0.002)
Первоначальный уровень инфляции (логарифм среднегодового индекса потребительских цен за 1994 год)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)			0.001 (0.001)	0.000 (0.001)		
Константа	0.018*** (0.002)	0.004* (0.002)	0.020*** (0.002)	0.005 (0.003)	0.024*** (0.004)	0.011*** (0.003)	0.025*** (0.003)	0.011*** (0.003)
Количество наблюдений	75	75	75	75	75	75	75	75
Количество стран	14	14	14	14	14	14	14	14
Коэффициент детерминации	0.017	0.052	0.016	0.051	0.020	0.043	0.020	0.043
Статистика Вальда χ^2	32.85	59.40	34.33	49.98	92.81	95.01	95.03	100.62
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок; все страны с установленным целевым ориентиром инфляции.								

Таблица VI.12 – Влияние особенностей экономики страны на выбор режима денежной политики
зависимые переменные: выбор режима таргетирования валютного курса (модель 1);
выбор режима таргетирования инфляции (модели 2 и 3);
выбор режима таргетирования денежной массы (модели 4 и 5);
выбор режима без явно выраженного номинального якоря (модели 6-8); (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Открытость экономики ¹	0.021*** (0.008)	0.016* (0.009)	0.010 (0.014)	0.002 (0.008)	0.011 (0.008)	-0.029*** (0.006)	-0.032*** (0.008)	-0.031*** (0.008)
Размер экономики ²	-3.924** (1.572)	0.983** (0.387)	1.746*** (0.743)	-8.629*** (2.720)	-12.790** (5.330)	1.046** (0.436)	0.971* (0.581)	1.017* (0.578)
Свобода движения капитала ³	0.041** (0.016)	0.039** (0.015)	-0.028 (0.026)	0.023* (0.012)	0.048* (0.026)	-0.059*** (0.010)	-0.042*** (0.014)	-0.046*** (0.015)
Развитость финансовой системы ⁴	-0.036* (0.020)	0.039** (0.016)	-0.043 (0.029)	-0.035* (0.019)	0.010 (0.029)	0.028** (0.012)	0.054*** (0.020)	0.058*** (0.020)
Дефицит государственного бюджета ⁵	0.294*** (0.073)	-0.159** (0.065)	-0.300*** (0.104)		-0.126* (0.079)			-0.074 (0.061)
Эффективность правительства ⁶	0.279 (0.504)		3.956*** (0.965)		-1.178 (0.763)		-0.856* (0.464)	-0.892* (0.467)
Константа	-2.716** (1.382)	-7.567*** (1.318)	-2.973 (1.962)	-1.619 (1.001)	-5.173** (2.250)	4.337*** (0.824)	3.126** (1.228)	2.889** (1.252)
Количество наблюдений	182	256	182	256	182	256	182	182
Псевдо коэффициент детерминации	0.240	0.181	0.406	0.179	0.243	0.209	0.229	0.235
Отношения правдоподобия χ^2	54.24	31.24	54.48	39.10	33.62	72.88	57.08	58.56
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость

Метод оценки - логит модели.

¹ Отношение внешнеторгового оборота к ВВП (предшествующий год)

² Доля экономики страны в мировом ВВП (предшествующий год)

³ Показатель свободы движения капитала – индекс Heritage Foundation (предшествующий год)

⁴ Отношение размера кредитов, выданных частному сектору к ВВП (предшествующий год)

⁵ Отношение дефицита государственного бюджета к ВВП (предшествующий год)

⁶ Показатель эффективности правительства, включающий: качество гражданских услуг, реализации политики, отсутствие давления, доверие к правительству – индикатор Worldwide Governance Indicators (Мировой банк)

Таблица VI.13 – Результативность денежной политики: минимизация индекса нищеты
 зависимая переменная: стандартный индекс нищеты (1-3);
 стандартный индекс нищеты без учета случаев дефляции (4);
 модифицированный индекс нищеты (5-7); модифицированный индекс нищеты без учета случаев дефляции (8);
 (в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-39.308*** (7.592)	-9.502*** (1.534)	-9.400*** (1.584)	-8.700*** (1.548)	-30.232*** (4.934)	-8.280*** (0.394)	-8.423*** (1.329)	-7.535*** (1.036)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	-9.966* (5.197)	16.033*** (5.888)	16.572*** (2.959)	17.359*** (3.947)	-8.204** (3.956)	11.097*** (2.945)	10.999*** (1.940)	10.297*** (3.045)
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-33.804*** (10.529)	-4.909* (2.724)	-5.487** (2.127)	-4.607*** (0.984)	-23.669*** (7.003)	-3.014** (1.177)	-3.738** (1.547)	-3.786*** (1.174)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	8.298*** (1.714)	2.758* (1.506)	2.943** (1.418)	3.076*** (0.417)	8.060*** (0.379)	3.627*** (0.831)	3.811*** (0.792)	2.113*** (0.704)
Индекс нищеты в предшествующем году	0.056*** (0.001)	0.345*** (0.007)	0.400*** (0.015)	0.399*** (0.008)	0.055*** (0.002)	0.342*** (0.009)	0.386*** (0.020)	0.376*** (0.009)
Индекс нищеты за 2 года до отчетного года		-0.007*** (0.001)				-0.005** (0.002)		
Константа	49.582*** (0.618)	18.028*** (0.618)	16.831*** (1.201)	16.087*** (1.461)	34.037*** (5.455)	11.787*** (0.723)	11.384*** (1.199)	15.772*** (1.241)
Количество наблюдений	226	204	181	161	226	204	181	161
Количество стран	23	23	18	18	23	23	18	18
Коэффициент детерминации	0.090	0.405	0.213	0.210	0.090	0.402	0.205	0.185
Статистика Вальда χ^2	4696.21	21947.86	2132.02	17573.65	2825.24	18476.53	833.56	16639.04
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
Сравнение с режимом таргетирования валютного курса. Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок.								

Таблица VI.14 – Результативность денежной политики: минимизация индекса нищеты
(при ограничении уровней инфляции)

зависимая переменная: стандартный индекс нищеты (1, 2, 5, 6); модифицированный индекс нищеты (3, 4, 7, 8),
(в скобках стандартные ошибки)

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Уровень инфляции	< 30%	< 30%	< 30%	< 30%	< 15%	< 15%	< 15%	< 15%
Режим денежной политики – таргетирование инфляции	-7.756*** (1.266)	-8.437*** (1.454)	-7.515*** (1.155)	-7.454*** (1.240)	-8.140*** (1.222)	-8.696*** (1.448)	-7.587*** (1.285)	-7.402*** (1.374)
Режим денежной политики – таргетирование денежной массы	15.875*** (2.712)	24.108*** (4.482)	10.991*** (1.901)	17.338*** (3.063)	17.911*** (2.245)	27.826*** (3.956)	11.422*** (1.919)	18.596*** (2.871)
Режим денежной политики – без явно выраженного номинального якоря	-4.844** (2.115)	-4.531** (2.052)	-3.159** (1.480)	-2.294 (1.421)	-5.266*** (1.126)	-4.973*** (1.144)	-3.825** (1.733)	-2.958* (1.712)
Масштаб экономики (доля страны в мировом ВВП)	-1.406 (1.064)	-0.275 (0.943)	1.730** (0.704)	2.190*** (0.820)	0.228 (0.250)	1.182* (0.690)	2.151*** (0.610)	2.333*** (0.805)
Индекс нищеты в предшествующем году	0.405*** (0.016)	0.452*** (0.015)	0.396*** (0.021)	0.440*** (0.022)	0.413*** (0.015)	0.458*** (0.017)	0.400*** (0.021)	0.442*** (0.023)
Индекс нищеты за 2 года до отчетного года		-0.072*** (0.014)		-0.072*** (0.020)		-0.066*** (0.015)		-0.068*** (0.021)
Константа	17.315*** (1.472)	17.881*** (1.652)	11.445*** (1.307)	11.528*** (1.393)	16.736*** (1.098)	17.210*** (1.266)	11.265*** (1.133)	11.343*** (1.256)
Количество наблюдений	176	162	176	162	167	153	167	153
Количество стран	18	18	18	18	18	18	18	18
Коэффициент детерминации	0.201	0.217	0.195	0.209	0.208	0.224	0.196	0.211
Статистика Вальда χ^2	2003.73	2044.85	777.58	691.03	6802.14	3680.30	1236.29	796.10
P - уровень	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
*** - 1% значимость, ** - 5% значимость, * - 10% значимость								
Сравнение с режимом таргетирования валютного курса. Модель с панельной корректировкой стандартных ошибок.								