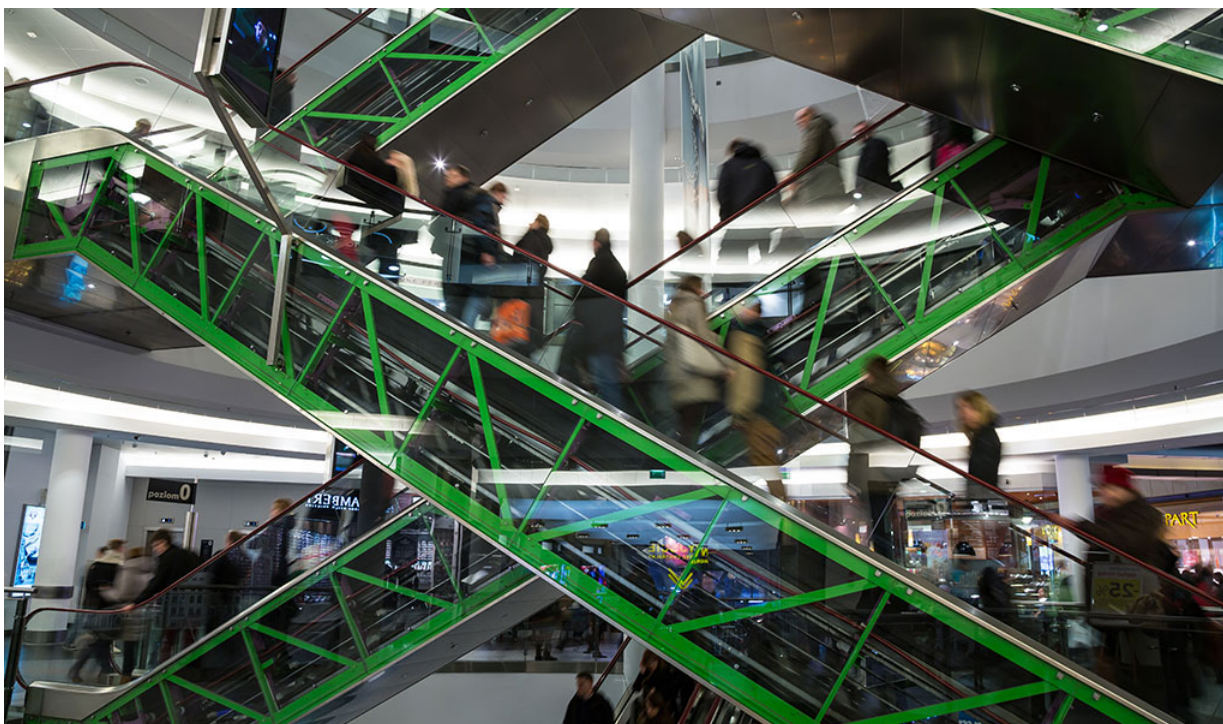


Доверие к центральному банку приносит плоды во времена стресса

Рудольфс Бемс, Франческа Казелли, Франческо Григоли, Бертран Грасс и Вейчен Лян

3 октября 2018 года



Торговый центр в Варшаве, Польша: страны с формирующимся рынком смогли уменьшить инфляцию до низкого уровня (фото: Caro/Bastian/Newscom).

С середины 2000-х годов инфляция в странах с формирующимся рынком была необыкновенно низкой и стабильной, что резко отличалось от 1990-х годов. Однако повышение процентных ставок в таких странах с развитой экономикой, как США, в последние несколько месяцев вызвало в странах с формирующимся рынком ослабление валют, иногда очень резкое, и представляет собой испытание способности этих стран противостоять инфляционному давлению.

В главе 3 [октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики»](#) мы анализируем недавние улучшения динамики инфляции в странах с формирующимся рынком и показываем, что эти достижения могут быть сохранены, если приверженность

центральных банков низкой инфляции будет внушать доверие, а ожидания будущей инфляции останутся под контролем.

Низкая и стабильная

С середины 2000-х годов инфляция в странах с формирующимся рынком оставалась низкой и стабильной.

(В процентах)



Источники: Naver Analytics и расчеты персонала МВФ.

Примечание. СРЭ = страны с развитой экономикой; СФР = страны с формирующимся рынком.



Решающее значение ожиданий будущей инфляции

В нашем исследовании рассматриваются 19 стран с формирующимся рынком в период с 2004 по 2018 год и делается вывод о том, что инфляция оставалась низкой и стабильной, несмотря на резкие колебания цен на биржевые товары, периоды устойчивого укрепления доллара США и мировой финансовый кризис. Однако эта недавняя динамика инфляции не является единообразной, поскольку некоторые страны по-прежнему с трудом удерживают инфляцию под контролем.

Основной движущей силой инфляции в странах с формирующимся рынком за прошедшие полтора десятилетия являются изменения долгосрочных инфляционных ожиданий. Мы приходим к выводу, что эти долгосрочные ожидания особенно важны в создании инфляционного давления в странах, где инфляция оставалась выше

целевого показателя. Другие обычно анализируемые факторы инфляции, такие как избыточные мощности в экономике и внешнее давление на цены, также имели значение, но играли меньшую роль.

На основе этих выводов в нашем аналитическом материале рассматривается, каким образом степень фиксации инфляционных ожиданий в странах с формирующимся рынком (представительный показатель доверия к денежно-кредитной политике) изменялась с течением времени и отличалась в разных странах. Концепция закрепления ожиданий измеряется с помощью ряда индикаторов, таких как влияние неожиданных изменений инфляции на ожидания и степень согласия среди экспертов относительно будущей инфляции. Согласно имеющимся данным, долгосрочные инфляционные ожидания за последние два десятилетия все чаще оказываются фиксированными в странах с формирующимся рынком. В то же время между странами с формирующимся рынком и между этими странами и странами с развитой экономикой имеются значительные различия. Степень фиксации ожиданий, например, в Чили и Польше сопоставима со средним уровнем стран с развитой экономикой, но ожидания значительно меньше закреплены в России и Аргентине.

Большие различия

Степень фиксации инфляционных ожиданий заметно отличалась в различных странах с формирующимся рынком и остается существенно более слабой, чем в странах с развитой экономикой.

(В процентах, 2004–2017 годы)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечания. СРЭ = среднее для 11 стран с развитой экономикой, осуществляющих таргетирование инфляции. Изменчивость долгосрочных прогнозов является одним из индикаторов степени фиксации, определяется как стандартное отклонение среднего долгосрочного прогноза инфляции за период 2004–2017 годов, при этом более низкие значения указывают на лучше закрепленные инфляционные ожидания. Значение, помеченное (*), было усечено на уровне 2.

Повышение устойчивости к внешним шокам

Внешние шоки, которые снижают экономическую активность и одновременно приводят к временному увеличению инфляции, создают дилемму для директивных органов в странах с формирующимся рынком. Но мы приходим к выводу, что эта дилемма менее выражена, когда инфляционные ожидания являются прочно зафиксированными.

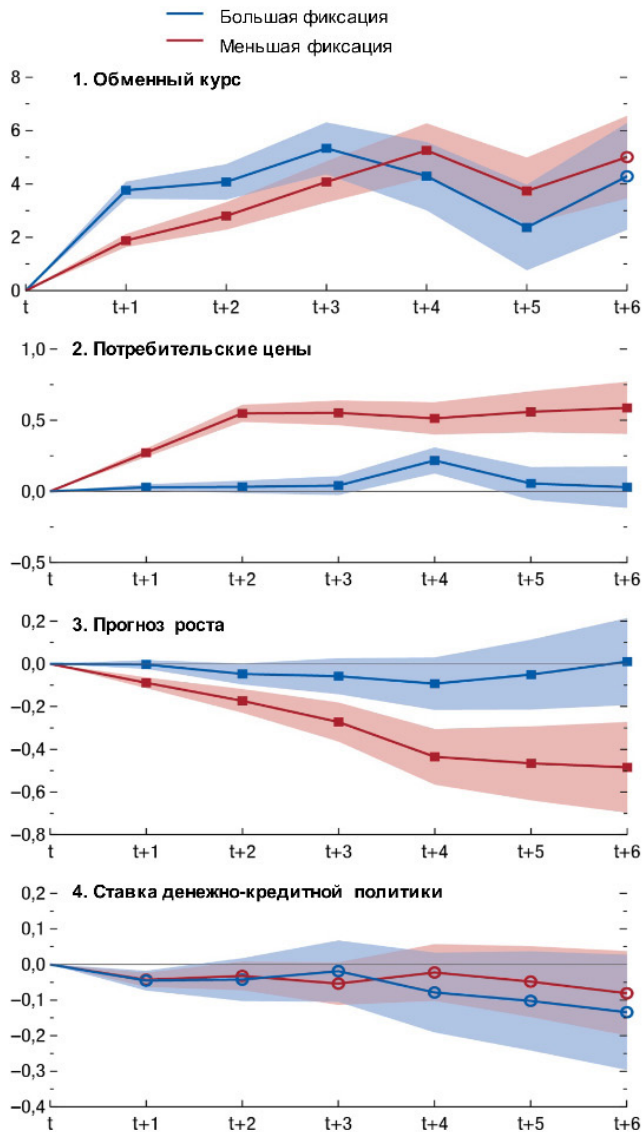
Наглядным примером такого рода шока являются панические настроения в 2013 году, когда США неожиданно заявили о намерении начать повышение процентных ставок.

Во время этих событий страны с лучше закрепленными инфляционными ожиданиями наблюдали более значительные краткосрочные падения курсов своих валют, чем страны с менее фиксированными ожиданиями. Интересно отметить, что более резкие снижения курсов в первой группе не привели к более высокой (импортированной) внутренней инфляции. Поскольку влияние обменного курса на инфляцию было значительно выше в странах с менее фиксированными ожиданиями, которые также сталкивались с худшими перспективами роста производства, центральные банки в странах с менее закрепленными ожиданиями не могли себе позволить проводить более мягкую денежно-кредитную политику.

Реакция на объявление о повышении процентной ставки

Экономика стран с лучше закрепленными инфляционными ожиданиями была более устойчива к паническим настроениям в связи с заявлением США о сворачивании программы летом 2013 года — они испытали меньшее увеличение темпов инфляции и могли сохранять более мягкую денежно-кредитную политику.

(В процентных пунктах)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечания. Рисунки показывают кумулятивную импульсную реакцию на эпизод панических настроений. Увеличение обменного курса означает его ослабление. По оси X показано время в месяцах, при этом эпизод панических настроений обозначен t. Заштрихованные участки соответствуют 90-процентным доверительным интервалам.

Эти выводы имеют значение для периода нормализации денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой. Следует ожидать временного увеличения темпов инфляции в странах с формирующимся рынком в случае ужесточения глобальных финансовых условий и снижения курсов валют стран с формирующимся рынком. Но если ожидания прочно зафиксированы, то стабильность цен не окажется под угрозой.

Совершенствование основ налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики

Как центральные банки могут повысить степень фиксации инфляционных ожиданий? Наш анализ, а также данные, имеющиеся в литературе, указывают на то, что прочность основ денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики является неперенным условием надежной фиксации инфляционных ожиданий. Поэтому директивным органам следует по-прежнему улучшать долгосрочную устойчивость государственных финансов, в том числе путем принятия правил, ограничивающих возможности для мер, угрожающих устойчивости долговой ситуации, и накапливать бюджетные резервы в благоприятные времена, с тем чтобы их можно было использовать в неблагоприятные времена. В равной мере важна их приверженность повышению доверия к центральным банкам — за счет консолидации и увеличения их независимости, а также путем улучшения своевременности, ясности, прозрачности и открытости их коммуникаций.

Для закрепления инфляционных ожиданий требуется время, поэтому необходимо продолжать усилия даже в тех странах, которые достигли значительных успехов. В странах, где доверие к денежно-кредитной политике находится на относительно низком уровне, следует делать упор на том, что обеспечение устойчивости налогово-бюджетной сферы не является угрозой для денежно-кредитных целей, и на четком изложении причин мер денежно-кредитной политики, в том числе принимаемых в свете происходящих в мире событий.

Ссылки по теме:

[Для танго нужны двое — управление инфляцией в необычные времена](#)

[Прозрачность окупается: страны с формирующимся рынком раскрывают больше данных](#)

[Ужесточение денежно-кредитной политики ФРС может ограничить потоки портфельных инвестиций в страны с формирующимся рынком](#)



Рудольфс Бемс — старший экономист в Исследовательском департаменте МВФ. Его исследования посвящены общей сфере международной макроэкономики с упором на прикладные исследования. Публиковал статьи в ведущих научных журналах. Он имеет степень доктора экономических наук, полученную в Стокгольмской школе экономики, и степень магистра экономики от Университета Нью-Йорка.



Франческа Казелли — экономист Отдела исследований мировой экономики в Исследовательском департаменте МВФ. Ранее она работала в Европейском департаменте МВФ. Ее исследования в основном посвящены прикладной эконометрике, международной экономике и торговле. У нее есть степень доктора по международной экономике от Женевского института международных отношений.



Франческо Григоли — экономист Отдела исследований мировой экономики в Исследовательском департаменте МВФ. Ранее он работал в Департаменте по бюджетным вопросам и Департаменте стран Западного полушария МВФ, был приглашенным научным сотрудником в Колумбийском университете. Его исследования в основном сосредоточены на макроэкономической политике в режиме реального времени и ее результативности, динамике потребления и сбережений, ожиданиях, неопределенности, неравенстве доходов и эффективности расходов.



Бертран Грасс — старший экономист Европейского департамента Международного Валютного Фонда (МВФ), где он работает над «Перспективами развития мировой экономики». Ранее работал в Департаменте по бюджетным вопросам, Европейском департаменте, Департаменте стран Западного полушария МВФ и в Центральном банке Уругвая. Он имеет степень доктора экономических наук от Института Европейского университета. В число его исследовательских интересов входят макрофинансовые связи, денежно-кредитная политика, биржевые цены и последствия внезапных остановок в потоках капитала.



Вейчен Лян — экономист Исследовательского департамента МВФ. Ранее он работал в Европейском департаменте МВФ. Области его исследовательской работы включают макрофинансовые вопросы с акцентом на тенденции и циклы рынков жилья, а также структурные изменения в мировой экономике. Г-н Лян имеет степень доктора экономики, полученную в Бостонском университете.